

A Financial History of the United States

美国金融史

第五卷

次贷危机前的美国金融

American Finance Before the Subprime Crisis

2004-2006

【美】杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）◎著

王胜邦　叶　婷◎译


CRC Press
Taylor & Francis Group

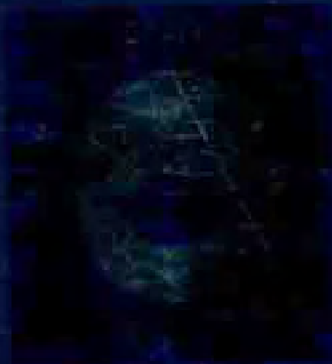

中国金融出版社

责任编辑：任　娟
封面设计：吴锦明


中国金融出版社
官方微博


中国金融出版社
官方微信


金融青年
微信公众平台



网上书店：www.chinafph.com

上架类别○金融

ISBN 978-7-5049-9417-2
9 787504 994172 >

定价：88.00元



A Financial History of the United States

美国金融史

第五卷

次贷危机前的美国金融

American Finance Before the Subprime Crisis

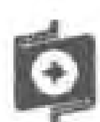
2004-2006

【美】杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）◎著

王胜邦 叶婷◎译



CRC Press
Taylor & Francis Group



中国金融出版社

责任编辑：任　娟
责任校对：张志文
责任印制：丁淮宾

图书在版编目（CIP）数据

美国金融史（Meiguo Jinrongshi）. 第五卷/［美］杰瑞·马克汉姆（Jerry W. Markham）著；王胜邦，叶婷译．—北京：中国金融出版社，2018. 7
ISBN 978－7－5049－9417－2

Ⅰ. ①美…　Ⅱ. ①杰…②王…③叶…　Ⅲ. ①金融—经济史—美国—2004－2006　Ⅳ. ①F837. 129

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2018）第 019771 号

出版发行　中国金融出版社
社址　北京市丰台区益泽路 2 号
市场开发部　(010)63266347，63805472，63439533（传真）
网 上 书 店　http://www. chinafph. com
(010)63286832，63365686（传真）
读者服务部　(010)66070833，62568380
邮编　100071
经销　新华书店
印刷　北京市松源印刷有限公司
尺寸　169 毫米 × 239 毫米
印张　29
字数　425 千
版次　2018 年 7 月第 1 版
印次　2018 年 7 月第 1 次印刷
定价　88. 00 元
ISBN 978－7－5049－9417－2
如出现印装错误本社负责调换　联系电话（010）63263947

致马克汉姆家族

我反对百万富翁，
但金钱的诱惑谁也无法抵御。

——马克·吐温（Mark Twain）

缩略语表

ABCP	资产支持商业票据
ACORN	促进当前变革社区组织协会
AMLF	资产支持商业票据货币市场基金流动性工具
AFSCME	美国州郡市雇员联合会
ARMs	浮动利率按揭贷款
ARS	拍卖利率证券
B&Ls	住房与贷款互助社
BIF	银行保险基金
BIS	国际清算银行
CalPERS	加州公务员退休基金
CARS	汽车折价退款系统
CBOE	芝加哥期权交易所
CBOT	芝加哥期货交易所
CDs	存款证
CDOs	抵押债务债券
CDOROM	穆迪的风险模型
CDS	信用违约互换
CEA	《1936 年商品交易法》
CFMA	《2000 年商品期货现代化法》

CFPB	美国消费者金融保护局
CFTC	美国商品期货交易委员会
CIBC	加拿大帝国商业银行
CME	芝加哥商业交易所
CMOs	抵押担保债券
CoCos	应急可转债
CPDO	固定比例债务债券
CPFF	商业票据融资工具
CRA	《1977年社区再投资法》
CSEs	并表监管实体
CTAs	商品交易顾问
DCMs	指定合约市场
DCO	衍生品结算机构
DOE	美国教育部
DTCC	美国证券托管结算公司
DTEFs	衍生品交易执行设施
ECB	欧洲中央银行
ECMs	豁免商业市场
ECNs	电子通信网络
ERISA	《1979年职工退休收入保障法》
ETFs	交易所交易基金
FASB	财务会计准则委员会
FCIC	美国金融危机调查委员会
FCM	期货佣金商
FDIC	美国联邦存款保险公司
FERC	美国联邦能源监管委员会
FFEL	联邦家庭教育贷款

FHA	美国联邦住房管理局
FHLBB	美国联邦住宅贷款银行委员会
FHLBs	联邦住宅贷款银行
FinCEN	美国金融犯罪执法网
FINRA	美国金融业监管局
FIO	美国联邦保险办公室
FIRREA	《1989年金融机构改革、复兴和实施法》
FRBNY	纽约联邦储备银行
Freddie Mac	房地美
FSA	英国金融服务管理局
FSB	金融稳定理事会
FSLIC	美国联邦储蓄贷款保险公司
FSOC	美国金融稳定监管委员会
FTC	美国联邦贸易委员会
GAO	美国政府问责局
GDP	国内生产总值
Ginnie Mae	吉利美
GSEs	政府担保企业
HAMP	房贷可负担贷款调整计划
HMDA	《1975年住房贷款披露法》
HOEPA	《1994年住房所有权和房产净值保护法》
HOLC	房主贷款公司
HUD	美国住房和城市发展部
IASB	国际会计准则理事会
ICE	美国洲际交易所
IMF	国际货币基金组织
IOSCO	国际证监会组织

IPO	首次公开发行
ISDA	国际掉期与衍生工具协会
ITIN	个人纳税人识别号
JGBs	日本政府债券
KKR	科尔伯格－克拉维斯－罗伯茨
LBOs	杠杆收购
LGIP	地方政府投资基金（佛罗里达）
LIBOR	伦敦银行间同业市场拆借利率
LTCM	长期资本管理
M&A	并购
MERS	按揭贷款电子登记系统
MGIC	按揭贷款担保保险公司
MLEC	超级流动性增级管道
MMIFF	货币市场投资者融资工具
MOC	美国按揭贷款发放委员会
MRBs	按揭贷款收入债券
MSRB	市政证券法规制定委员会
NAIC	全国保险监管协会
NAMA	爱尔兰国家资产管理局
NASAA	北美证券管理者协会
NASD	全国证券交易商协会
NASDAQ	纳斯达克
NAV	资产净值
NBER	美国美国国家经济研究局
NCUA	美国国家信用社管理局
NFA	美国全国期货协会
NOW	可转让支付命令

NRSROs	全国认可信用评级机构
NSMIA	《1996年全国性证券市场促进法》
NYBOT	纽约期货交易所
NYMEX	纽约商品交易所
NYSE	纽约证券交易所
OCC	期权清算公司
OCC	美国货币监理署
OFAC	美国财政部海外资产控制办公室
OFHEO	美国联邦住房企业监管办公室
OPEC	石油输出国组织
OSHA	美国职业安全健康局
OTC	场内交易
OTS	储蓄监督办公室
PennyMac	私营全国性房贷收购公司
PIPEs	上市后私募投资
PPIP	公私合作投资计划
PWG	美国总统金融市场工作组
RBS	苏格兰皇家银行
REIT	房地产投资信托
REMICs	房地产按揭投资管道
RESPA	《1974年房地产交割程序法案》
RFC	复兴金融公司
RPF	首要储备基金
RTC	重组信托公司
S&L	储蓄和贷款协会
SAIF	储蓄协会保险基金
Sallie Mae	学利美

SBICs	小企业投资公司
SEC	证券交易委员会
SEIU	服务业雇员国际工会
SLIF	助学贷款保险基金
SIMEX	新加坡国际货币交易所
SIPC	美国证券投资者保护公司
SIVs	结构化投资实体
SPACs	特殊收购公司
SPAN	标准投资组合风险分析
SPVs	特殊目的实体
SWFs	主权财富基金
TAF	定期拍卖机制
TALF	定期资产支持证券贷款工具
TARP	问题资产救助计划
TIPS	通胀保值债券
TLGP	美国联邦存款保险公司临时流动性担保计划
TSLF	定期证券外借机制
UAW	全美汽车工人联合会
USDA	美国农业部
USFE	美国期货交易所
VaR	风险价值模型
VCs	风险资本家
YSP	收益率差幅溢价

前言

本书是美国金融史系列丛书的第五卷。前三卷追溯了殖民时期到21世纪初美国金融的发展历程，书名分别为《从克里斯托弗·哥伦布到强盗大亨（1492—1900）》、《从J. P. 摩根到机构投资者（1900—1970）》、《从衍生品时代到新千年（1970—2001）》。第四卷《从安然事件到金融改革（2001—2004）》介绍了安然时代的金融丑闻以及金融领域的其他动态。

本卷首先介绍安然时代丑闻的余波，特别回顾了对涉案高管提起的公诉，然后探讨了安然时代的改革及公诉所引发的大量担忧，并详细描述了美国司法部以及时任纽约总检察长艾略特·斯皮策为了给被告定罪而采取的种种不适当举措。同时，本卷还讨论了安然时代丑闻所引发的高管薪酬及公司治理的争论。

历史随后进入证券及衍生品市场大发展的时代，对冲基金、风投资本、私募股权和主权财富基金开始涌现。本卷后半部分主要介绍美国抵押贷款市场的发展，探讨推进次级贷款发展的政府住房政策，描绘了次贷市场盛行的掠夺性贷款行为。第六卷将回顾次贷危机爆发前发生的相关事件，详尽地对次贷危机进行描述。

致谢

本书作者衷心感谢贝斯·派弗（Beth Peiffer）提供的协助，包括开展研究、校对文稿，编写人名以及主题词索引。本书作者还要感谢佛罗里达国际大学法学院（Florida International University College of Law）提供的帮助。

目录

第2部分 金融市场的发展

导 言

股市在2000年崩盘之前，曾有过10年的牛市。在这段时间里，股指暴涨，不断创下新高，远远超出前人的想象，所以这10年是一个期望高回报的时代。在此期间，道琼斯工业平均指数（Dow Jones Industrial Average）翻了两番，2000年1月14日创下11722点的纪录。高速发展的高科技网络公司通过创新推波助澜，加剧了20世纪90年代的股市泡沫，后来当上美联储主席的格林斯潘于1996年把这种泡沫称为“非理性繁荣”（irrational exuberance）的产物。

通过一系列惩罚性加息，格林斯潘单枪匹马引爆互联网泡沫，股市瞬间变得萎靡不振，80多万亿美元股票市值蒸发殆尽。加息举措把美国经济推向萧条的边缘，这时恰逢美国第43任总统乔治·沃克·布什（George W. Bush）上任。尽管美联储悬崖勒马，于2001年1月开始降息，但力度太小，行动太迟，经济下行无法避免。

2001年9月11日，美国遭遇恐怖袭击，美国经济再遭重创。恐怖袭击不仅将世贸中心夷为平地，更是重挫美国经济，导致股价狂降。恐怖袭击造成灾难性的结果，雪上加霜的是，闻所未闻的大规模会计丑闻接踵而至，安然公司（Enron）、世界通信公司（WorldCom）、泰科（Tyco）、南方健康（HealthSouth）、环球电讯（Global Crossing）、阿德尔菲亚通信（Adelphia）等深陷其中，联邦政府对大量涉案高管提起公诉。美国司法部成立“安然专案组”（Enron Task Force），在高层的鼓励下，专案组疯狂采取各种检察手段，

引起人们的广泛关注。尽管采取了不甚光彩甚至毒辣的检察手段，但检方还是在数宗安然时代公诉案中，尴尬地以失败收场。

除了安然时代种种丑闻外，华尔街也曝出一系列丑闻，其中有一桩涉及数位知名金融分析师，他们一边向公众推荐股票，一边却在私下贬低所推荐的股票。揭露该桩丑闻的是纽约总检察长艾略特·斯皮策（Eliot Spitzer），他随后还对大量金融服务公司发起攻击。有一次他发现，共同基金允许对冲基金违规交易共同基金份额，后者因此获得巨额利润，但散户投资者却损失惨重。于是，他发起一场讨伐。接着，他对达信公司（Marsh & McLennan）和美国国际集团（American International Group，AIG）这两家保险巨头的会计和商业行为提起诉讼，因此再一次登上报纸头条。之后，斯皮策把枪口对准纽约证券交易所首席执行官理查德·格拉索（Richard Grasso）获得的1.87亿美元的退休薪酬。结果，格拉索被解职，纽交所转型成为电子交易所。斯皮策和格拉索及其支持者在媒体和法院大打口水仗。最终，格拉索胜诉，但整个过程旷日持久、代价高昂。

斯皮策因对金融服务公司及其高管发起大量公诉战争而恶名昭著，但却因此成功地竞选成为纽约州州长。斯皮策虽然获得大多数选票，令人信服地赢得竞选，但他很快发现，他担任总检察长期间采用的强硬策略在州政府并不受欢迎。后来，在斯皮策的助手被曝曾暗中调查一位反对斯皮策政策的州议会议员后，谴责斯皮策的声音四起。随后，斯皮策让全国大为震惊：他承认自己涉嫌通过洗钱偷偷向其经常光顾的妓院付款，并因此被联邦政府调查，随后他被迫辞去州长职务。

一方面，安然时代的丑闻引发了公众对上市公司高管获得巨额薪酬的愤怒。各种公司治理改革应运而生，旨在遏制过度薪酬，加强高管薪酬管理。然而，这些改革和以往一样，都以失败告终；另一方面，为了应对安然公司和世界通信公司丑闻，2002年美国国会通过《萨班斯—奥克斯利法案》。本卷将阐述2002年《萨班斯—奥克斯利法案》产生的高昂合规成本问题，探讨为何2002年《萨班斯—奥克斯利法案》未能成功遏制上市公司广泛存在的会计错报、金融欺诈、商业判断失误等问题，探索美国在全球金融领域曾一度

占据的支配地位是如何因 2002 年《萨班斯—奥克斯利法案》而遭受严重侵蚀的。

本卷还将探究安然时代丑闻之后，对冲基金和其他集合资产管理人在美国经济中扮演的角色，回顾证券及衍生品市场从公开喊价式交易所到电子交易平台的演变，审视清算所的角色，论述资本要求等监管方面的问题。此外，本卷还将描述抵押贷款市场向“转卖型放贷”（originate and distribute）模式的转型以及次级贷款的发展。次级贷款的发展为次贷危机的到来埋下伏笔，第六卷将详尽介绍具体情况。

第1部分
安然和公司改革

第1章
安然事件及其余波

第1节　安然丑闻

背景

安然公司（Enron）现在已经成为传说。在登峰造极之时，安然公司宣称自己是世界上领先的能源公司。在世界各地，安然公司拥有油气管道和发电设施，甚至还进军水务行业。此外，安然公司具有创新性的交易业务也非常知名，包括在天然气采购领域设立“天然气银行”（gas bank），创办名为“安然在线”（Enron Online）的电子交易平台，通过安然宽带服务公司提供高速的互联网服务，同时还广泛开展商业投资活动。

安然公司连续五年跻身《财富》（*Fortune*）杂志最具创新力美国企业榜，同时在管理质量方面摘得桂冠，首席执行官肯尼斯·雷（Ken Lay）在各类媒体被冠以“战略大师”（master strategist）的美名，安然公司董事会名列《首席执行官》（*CEO*）杂志美国五佳董事会，安然公司首席金融官安德鲁·法斯托（Andrew Fastow）荣获《首席财务官》杂志首席财务官卓越奖。随着报表披露利润的快速增长，各种荣誉纷至沓来，安然公司股价在两年内增长3倍。然而，光鲜亮丽的媒体报道，掩盖了安然公司在21世纪初遭遇的严峻问题。

尽管安然公司在印度大博斥巨资投资电厂遭受重创早已多次见诸报端，但埃瑟里克斯（Azurix）水处理业务及其他海外项目蒙受巨大亏损的消息，安然公司却并未向投资者披露。

由于安然公司在核算交易和库存时采用公允价值法（market to market），所以当市场形势恶化、资产价值下跌时，资产负债表就会出现波动，收益也变得难以确定。为了掩盖财务状况不断下滑的事实，安然公司开始将资产从资产负债表转移到各类特殊目的实体，包括LJM1、LJM2、猛兽（Raptors）等。资产转移过程中，杰弗瑞·斯基林（Jeffrey Skilling）取代肯尼斯·雷成为安然公司首席执行官，接任过程井然有序。然而，数月后，斯基林出人意料地辞去职务，引发安然公司出现危机，肯尼斯·雷重回安然公司，替代他的职务。

肯尼斯·雷希望重振人们对安然公司的信心，他向媒体和投资者承诺公司经营稳健且利润可观。然而，安然公司的情况不断恶化，公司的会计核算在媒体及国际上遭到公开质疑。揭露安然公司真相的莎朗·沃特金斯（Sherron Watkins）是公司会计师，在肯尼斯·雷重回公司接替斯基林后，她向肯尼斯·雷递交一封信，信中提出了自己对公司会计核算的质疑。接着，安然公司展开一场内部调查，但调查认为，沃特金斯认为公司会计账目有问题的说法没有依据。颇为巧合的是，在莎朗·沃特金斯告密之后，安然公司在2001年第三季度公布公司亏损6.18亿美元，资产缩水10.1亿美元。此后，《华尔街日报》（*Wall Street Journal*）记者开始调查安然公司的账目，记者的调查最终揭露出安然公司首席财务官安德鲁·法斯托在转移表内资产时，存在与安然公司进行关联交易的行为。关联交易因为牵涉有机会在交易中不当得利的内部人员，所以受到怀疑。法斯托从关联交易中获得高达7500万美元的巨额收入，虽然他在事情曝光后被公司除名，但此事在媒体上引发轩然大波。安然公司股价应声暴跌，公司商业票据发行陷入困境。肯尼斯·雷试图通过合并竞争对手达力智（Dynegy）能源公司来挽救公司。然而，在谈判过程中，安然公司宣布对1997—2001年间的财务报表进行重报，利润收入调低5.86亿美元，股东权益缩水20亿美元，债务增加25亿美元。

上述问题降低了安然公司的信用等级，进而触发安然公司多家表外子公司的现金债务偿付，其影响类似于银行挤兑。安然公司很快便耗尽所有的信用额度，衰退的走势使其被资本市场拒之门外。在安然公司宣布之前尚有250亿美元的未披露债务后，银行拒绝进一步向安然公司贷款。达力智公司退出两家公司的合并计划，安然公司向联邦政府求救的努力也以失败告终。安然公司于2001年12月2日宣布破产。这是当时美国历史上最大的一宗破产案，但这一纪录并未保持多久，因为世界通信公司在数月后因另一起财务丑闻而宣布破产。

政府的反应

安然公司财务丑闻在媒体和政界掀起轩然大波，乔治·布什总统在华尔街演讲时对该事件作出回应，称将采取强硬措施。随后，美国司法部对经济放缓和股市暴跌期间曝出财务丑闻的安然等公司的高管人员提起公诉。此类案件的检察工作由反企业欺诈行动小组负责，这是一个“反金融犯罪特警组”(financial crimes SWAT team)，由美国司法部副部长迈克尔·切尔托夫（Michael Chertoff，后来担任国土安全部长）领导。切尔托夫投入满腔热忱，起诉了数百名卷入这些丑闻的高管人员。切尔托夫的主要检察工作是在司法部成立安然专案组。

司法部检察官针对安然时代的丑闻采取一系列技术手段，希望摧垮被起诉高管人员的意志，迫使他们认罪。考虑到安然公司和其他公司进行会计操纵的复杂性，此类案件可能难于胜诉，但检察官通过迫使其认罪的方式，则可规避开庭审理无法胜诉的情况。数百名高管人员被捕，其中很多人都经历了安然时代丑闻的一项例行惩罚——“游街示众”（perp walk)，即高管人员戴着手铐从等候在外的媒体面前走过。肯尼斯·雷的“游街示众”在当时给人们留下了深刻印象，因为负责押送他的是一名非常漂亮的联邦女特工。

这种做法在逮捕卷入财务丑闻的另一家公司高管人员时已然式微。年届80岁且身患癌症的约翰·里格斯（John Rigas）是阿德尔菲亚通信公司(Adelphia Communications）的领导者，在一次破晓突袭行动中，他在自己位于纽约的公寓中被捕，戴着手铐游街示众。里格斯本该主动在政府指定地点

自首的，但他并未如此。在另一个案件中，“内务皇后”玛莎·斯图尔特（Martha Stewart）被指控在一项内幕交易丑闻调查中妨碍司法公正。美国检察官办公室（逮捕里格斯的命令正是从这里发出的）要求斯图尔特自行投案时，人们明确表示对“游街示众”这种伎俩嗤之以鼻。最终，斯图尔特获准自首并提出“无罪”抗辩，不用戴手铐，也没有被实施任何其他限制。

在逮捕高管人员之后，检察官的工作才真正开始。他们立即以宽大处理为诱饵，“诱使”低级别员工提供对高管人员不利的证据。如果这种方法不奏效，便对这类员工提出更多指控，使他们面临长期监禁的风险，直到员工主动“合作”。如果这种措施没有效果，政府便以员工的家人为突破口，向相关员工施加压力。例如，安然公司首席财务官安德鲁·法斯托的妻子被起诉，而且检察官威胁说要把他们夫妇都送进监狱，使其未成年子女陷入无人养育的境地，在这种情况下，安德鲁·法斯托承认有罪，并指证雷和斯基林。

接下来，只要有高管人员要求庭审，检察官便提前动些手脚，包括向潜在辩方证人发送告知函，通知他们可能是潜在刑事诉讼的对象，以此恐吓他们，使他们不敢作证，以免也被起诉。检察官对斯基林、雷和伯尼·埃伯斯（Bernie Ebbers）（被判有罪的世界通信公司前任领导）均采取这种策略。而后，臭名昭著的“汤普森备忘录”（Thompson Memorandum）问世，这是根据副总检察长拉里·汤普森（Larry D. Thompson）名字命名的一份备忘录。备忘录指出，根据司法部的政策规定，在调查中，上市公司必须与司法部“合作”，这样便可以不起诉其员工的会计违规行为。因为起诉通常会摧毁或重创上市公司，所以“合作”几乎是强制性的。根据司法部的规定，主动合作意味着上市公司必须放弃律师与委托人之间的保密特权，在庭审甚至起诉之前解聘检察官锁定的高管人员，然后切断这些高管的律师费，哪怕根据合同或州法律律师费须由公司支付。

司法部似乎不惜一切代价来寻求定罪。如果没有罪行，司法部检察官就编造一个，以便推进庭审。斯基林和雷等人都遭遇了这种待遇。检察官们用两年时间编造了一个适用于他们的罪行。司法部根据一项理据起诉安然公司的审计公司安达信（Arthur Andersen），但检察官在庭审中出具第一项理据后，

法院却按另一项理据对安达信进行判决。尽管最高法院最终撤销这一判决，但安达信的业务已然被毁，约28000人丢掉工作。对于卷入安然丑闻的一些美林公司（Merrill Lynch）高管人员，法院根据一项模糊的理据，对他们进行审判，但这些高管入狱一年后，判决就被撤销。然而，这些都未能阻止检察官们，他们又编造一项理据，继续不懈地起诉上述被告，其激情甚至会让令沙威警长（Inspector Javert）都引以为豪。在许多案件中，检察官都采用联邦“诚信服务”（honest services）欺诈法条作为指控依据，因为这项法条用含混的文字，禁止公司高管参与任何有损股东“获得诚信服务的无形权力”（the intangible right of honest services）的活动。法律批评人士指出，这项法条仅含28个字，表述模糊，有失公允。2010年，美国最高法院裁定，司法部在起诉时对斯基林的诚信服务指控不当。

接下来便是判刑乱象。检察官要求对阿德尔菲亚通信公司的里格斯判处215年监禁，但法官仅判15年，并在上诉后将刑期减为12年。世界通信公司的首席执行官埃伯斯当时已63岁并患有心脏病，他被芭芭拉·琼斯（Barbara Jones）法官判处25年监禁，埃伯斯上诉后维持原判，然而这一刑期远远超出了二级谋杀罪和虐待儿童罪的通常量刑标准。事实上，时至今日，终身监禁是对因财务丑闻而获罪的企业高管的标准刑罚。加利福尼亚州（简称加州）多年前便已禁止死刑，庞氏骗局（Ponzi scheme）的策划者在加州被判127年监禁。曼哈顿联邦法院陈卓光（Denny Chin）法官认为，71岁的伯纳德·麦道夫（Bernard Madoff）策划了世界最大规模的庞氏骗局，监禁127年的刑期太短了，最终他被判处150年监禁。

最终，司法部的强硬措施致使卷入安然时代丑闻的300多位高管和员工承认有罪。然而，当安然案件进入实际审判时，检察官却遭遇了一些尴尬的挫折。由于安然专案组采用的法理存在缺陷，因此有些人的有罪判决在上诉后被予以撤销。在联邦法官指责司法部利用“汤普森备忘录”来否决被告的宪法权利后，司法部被迫修改了“汤普森备忘录”中的“合作”标准，但此时损害已经产生。司法部粗暴地对待安然时代丑闻中的所有目标人员，并且正如安达信案件所示，这种不当行为的影响不可逆转。

第2节 审 判

安达信案惨败

安然公司的审计公司安达信未能发现安然公司的会计操纵，这引发媒体的广泛抨击。而随着安达信声称，安然公司审计合伙人已下令全面销毁安然公司工作文件，抨击变成了愤怒。正因如此，安达信成为切尔托夫安然专案组的第一个目标。除了起诉下令销毁文件的审计合伙人外，切尔托夫还决定，安达信本身也必须被拆分，因为他不相信安达信会充分合作。安达信提出了大额和解方案和旨在防止会计操纵的业务重组方案，但切尔托夫不为所动。

安达信与其咨询合伙人拆分后已经摇摇欲坠，这更加便于切尔托夫毁掉安达信公司。咨询合伙人脱离安达信后，组建了一家非常成功的咨询公司——埃森哲（Accentur）。安达信还卷入了其他大型审计失败的相关诉讼，付出巨资和解与阳光公司（Sunbeam）和美国亚利桑那州浸信教徒基金会（Baptist Foundation of Arizona）有关的诉讼。

安达信最糟糕的问题之一是涉及对美国废弃物管理公司（Waste Management）的审计。美国废弃物管理公司是一家大型垃圾清除公司，曾在1998年被迫重报35亿美元的收入。安达信未能发现这些会计操纵行为，为该公司包含虚假收入的财务报表提供准确性证明。安达信的四个合伙人因此受到美国证券交易委员会的处罚，安达信同意向证交会支付700万美元的罚款，这是当时针对会计师事务所实施的最高处罚。安达信还支付2.2亿美元和解美国废弃物管理公司审计工作失败引发的股东集体诉讼[①]。

① 安达信并非唯一在此事件中受到制裁的机构。废弃物管理公司首席财务詹姆士·科宁（James Koenig）也因涉及此次巨额欺诈案件而在2007年被联邦法院要求支付16亿美元的罚款。最终，废弃物管理公司首席财务官同意支付400万美元的罚款以达成庭外和解。然而，该公司首席财会师布鲁斯·辛德（Bruce Snyder）在美国证监会于地方法庭提起的一次诉讼中，虽然得到了陪审团的支持，但依然受到不利判决。该法庭认为，布鲁斯向证监会提供了虚假文件，并得到了安达信的背书，陪审团没能充分获得相关信息。

安达信在安然丑闻爆发前，正在进行重组和解决以上问题。但在安达信向司法部报告其休斯敦公司销毁了大量安然公司文件，并删除了有关安然公司的电脑文件和电子邮件后，这一努力便付之东流。主管安然公司账目的安达信合伙人大卫·邓肯（David Duncan）负责监督销毁行动的实施，他因此被起诉。他对妨碍司法的指控供认不讳，同时作为辩诉交易的一部分，还同意指证雇主安达信。

在邓肯销毁事件之后，安达信与司法部进行谈判，希望免予起诉，但谈判无果而终。司法部官员关注安达信的审计失败，包括在安然丑闻后爆出的世界通信公司事件。此外，安达信员工的抗议集会也激怒了切尔托夫。这场旨在请求司法部不要起诉安达信的抗议集会被媒体大肆报道，甚至获得了杰西·杰克逊（Jesse Jackson）牧师的支持。切尔托夫知道，没有任何一家金融服务公司能逃脱起诉带来的灭顶之灾，但仍继续对安达信提起诉讼。起诉立即导致了安达信解体，28000 人丢掉工作。更糟糕的是，安达信合伙人因公司关闭，对资本账户价值进行核销处理，导致美国国家税务局后来对合伙人的纳税申报表提出质疑。

无辜的旁观者也受到了起诉的伤害。安达信曾提出一项 7.5 亿美元的和解方案，用于偿还与安然公司相关的债务，资金来自安达信未来的收入。这项提议在起诉后被收回，这意味着投资者在安达信宣布破产后，只收到了提议金额的一小部分。亚利桑那州浸信教徒基金会运营着一个庞氏骗局，但安达信审计师一直未能发现。因起诉之故，安达信无法根据相关协议向因投资该基金会而蒙受损失的投资者（多数为老年人）支付 2.17 亿美元。安然时代还有聘请安达信审计的其他公司（例如世界通信公司）卷入其他丑闻，它们的投资者同样未能从安达信获得任何补偿。

在休斯敦进行的安达信案刑事审判变成一场闹剧。尽管邓肯承认妨碍了司法公正，但陪审团裁定他并未妨碍司法公正。这是因为邓肯在交叉询问中被强迫认罪，其实当他下令销毁安然公司文件和数据时，并无任何犯罪意图。该案本应就此了结，但检察官还认为，安达信的一名律师南茜·坦普（Nancy Temple）妨碍了司法公正，而陪审团部分认可检察官的观点。

虽然坦普曾建议邓肯和安达信其他员工确保遵守公司的文件保管政策，其建议导致邓肯下令销毁文件。检察官称，当坦普指示邓肯从文件的备忘录中删除一些语句时，坦普进一步妨碍了司法公正，因为被删除的文字称一份拟定的安然公司新闻通稿可能存在误导性。

当坦普面对国会为自己的行为及安达信在丑闻中的角色作证时，她对自己的所作所为提出了看似正当的理由。然而，安然专案组的检察官可通过向坦普发送一封“调查对象告知函”（target letter），使她在安达信案刑事审判时无法出庭作证。任何称职的律师都不会让当事人在这种情况下作证，因此坦普无法向陪审团作出自己的解释。

在审判法官梅林达·哈蒙（Melinda Harmon）发出一些强制性和片面性的指令之后，陪审团断定坦普的行为已构成违反司法公正。有趣的是，检察官并未对坦普提出起诉，并且针对她的集体诉讼后来也被驳回。检察官的强硬策略在审判中获得成功，陪审团一般都相信检察官的诚实和公正。然而，美国最高法院经一致决定，推翻了对安达信的定罪，因为最高法院发现政府在起诉中所依据的法理不受法律支持。[①]

最高法院认为，公司命令员工销毁文件在本质上并无不妥，并指出这种“文档保管”（document retention）政策在公司中很常见。最高法院还明确指出，这些政策旨在防止信息落入政府和其他方之手。最高法院还因审判法官向陪审团发出片面指令，对其进行指责。除此之外，哈蒙法官曾指导陪审团成员判定安达信犯有妨碍司法公正罪，即使安达信“诚实和真诚地相信其行为是合法的”。

在最高法院为安达信翻案后，邓肯获准撤回他的认罪。之后，邓肯与证交会就后者对他的民事指控达成和解，同意终身不在证券业从事会计师工作。安达信的其他三位会计师也就他们在安然公司审计案中的角色，与证交会达成和解，并同意如果他们能在两三年后寻求复职的话，愿意接受证交会禁止其涉足证交会会计审计业务的禁令。

---

① 参见 *Arthur Andersen LLP v. United States*, 544 U.S. 696 (2005)。

在安然公司倒闭六年后，其他两位前安达信审计合伙人也因对安然公司账目的审计工作而被证交会暂停执业。证交会指出，安达信已将安然公司确定为最高风险审计客户，并且证交会声称审计合伙人应该意识到，他们须在审计活动中考虑到众多欺诈风险因素。当然，在安然公司轰然倒塌之前，没有任何人怀疑安然公司存在欺诈行为，即便是拥有丰富资源的证交会，也和审计师一样事前对安然丑闻一无所知，充其量也只是“事后诸葛亮”。

安达信被翻案对安然专案组来说是一个极大的打击，但这个结果来得太迟，已经无法挽救安达信，工作岗位流失不可逆转。除了影响安达信员工外，伦敦经济学院（London School of Economics）在2008年4月的一项研究指出，现存的四大会计师事务所可以凭借其市场主导地位提高收费标准。

尼日利亚驳船案惨败

安然专案组接下来将注意力转向了所谓的尼日利亚驳船案（Nigerian barge case）。起诉涉及安然公司在1999年以2800万美元向一个称为易驳（Ebarge）的特殊目的实体售出的几艘驳船。易驳的创设人就是将在次贷危机中遭遇重大失败的经纪公司巨头——美林公司。这些驳船停泊在尼日利亚海岸，作为发电机平台使用。政府指控称，驳船并未真正出售给美林公司，因为安然公司首席财务官法斯托已经向美林保证，安然公司将在六个月后购回驳船，美林公司可从中获得15%的利润。政府称美林公司和安然公司之间的交易是一个伪装，安然公司从中不当登记了1200万美元的收益，而这部分金额本应记为负债。相比于安然公司数十亿美元的损失，以及虚增数十亿美元收益的大规模会计操纵，1200万美元似乎并不起眼。虽然如此，交易却因某种原因触怒了安然专案组，使其投入本案的热情远远超过了涉案的货币价值。

安然工作组对美林公司的四名员工和安然公司的三名员工（包括法斯托）提出起诉。被告包括安然公司财务副总裁丹·博伊尔（Dan Boyle）、安然公司会计师希拉·卡哈内克（Sheila Kahanek）、美林投资银行集团主席丹尼尔·贝利（Daniel Bayly）以及为美林投资银行集团工作的詹姆斯·布朗（James Brown）、罗伯特·弗斯特（Robert Furst）和威廉·富斯（William Fuhs）。提

议将尼日利亚驳船卖给美林公司的是取代法斯托出任安然公司首席财务官兼公司总裁的杰夫·麦克马洪（Jeff McMaho)。出于不明原因，麦克马洪并未被起诉，但他在2007年晚些时候同意通过支付30万美元的民事处罚，就证交会关于他参与该交易的指控达成和解。此外，麦克马洪被禁止在五年内担任上市公司高管或董事。

美林公司根据暂缓起诉协议与检察官达成了和解。根据协议，为了确保被起诉的美林高管能被定罪，美林公司同意与安然专案组合作，此外还要建立一个内部合规委员会，直接受安然专案组批准的律师领导。美林公司被迫同意了这些要求，因为从安达信和德崇证券（Drexel Burnham Lambert）（在20世纪80年代卷入了迈克尔·米尔肯丑闻）的遭遇可知，起诉对于金融服务公司来说可能是致命的。这一认识让检察官拥有了强大的影响力，在金融服务公司员工出现不当行为时，他们可以直捣公司运营深处。美林公司在此事件中取得了一项胜利，即股东因美林高管参与尼日利亚驳船交易而寻求赔偿的代位权诉讼被驳回。

小本·格里桑（Ben F. Glisan, Jr.）是安然公司的前财务主管，他承认了检察官对其在安然事件中角色的指控（见下文)，并在持续六周的尼日利亚驳船审判中担任政府的主要证人。身着囚服的格里桑作证称，交易是一个伪装，其目的是通过向美林公司进行虚假销售，将驳船暂时移出安然公司的账簿。这一“无风险”交易旨在虚增公司的年底盈利，帮助安然公司达到分析师的预期，进而保持安然公司股价上涨。

其他证据显示，被指控的美林公司员工之一詹姆斯·布朗曾提请公司内部关注“帮助、支持安然公司操纵损益表”的“声誉风险”（reputational risk)。[①] 美林公司律师还对该交易的最终性质表示担心。美林公司金融分析师蒂娜·特林克莱（Tina Trinkle）作证说，她参与了与贝利的电话会议，当时安然公司的员工告诉她，回购协议不能采用书面形式，因为这种记录可能引起审计师的注意，并将损害安然公司通过交易寻求的有利会计处理。

---

① 参见 *United States v. Brown*, 459 F. 3d 509 (5th Cir. 2006)。

在尼日利亚驳船案审判之时，法斯托承认有罪，并同意与政府合作，但他并没有出庭作证。这看起来很怪，因为据称是他承诺向美林公司回购驳船，并保证对方从中获利。观察人士认为，政府救法斯托是为了审判斯基林和雷的欺诈案以及他们作为安然公司首席执行官的其他不当行为。事实上，政府没有让法斯托作证是因为他告诉联邦调查局，他并未作出这种承诺，相反，人们在尼日利亚驳船案审判后发现，法斯托曾告诉联邦调查局，他向其他员工这样说是为了激励他们为驳船找到一个永久买家[①]。

这些信息并未依法提供给被告，除安然公司内部会计师希拉·卡哈内克外，所有人都被陪审团判处有罪。政府随后要求对贝利判处 14 年监禁，理由是他的行为导致了安然公司的毁灭。这种说法当然是完全荒谬的。这次交易与安然公司的其他问题相比微不足道。此外，贝利没有从交易中获利，也没有安排或签署同意这项交易，他只是就此与法斯托以及在美林内部进行了讨论。很多商界人士认为，对这种轻度的参与行为判处如此重刑有些过分。贝利也不太可能犯罪，众所周知，他是一个低调、和蔼、谨慎的投资银行家。他在美林公司工作了 30 年，职业生涯没有任何污点，安然案发之前正准备退休。

审判法官小尤因·韦林（Ewing Werlein，Jr.）并未对贝利判处检察官所要求的重罪，但其判罚也很严厉。贝利被判处 30 个月监禁，其他被告也获得了类似判罚。此外，在被告上诉期间，法官还不准予保释。尽管韦林法官也认为这是比较善意的犯罪，但贝利却受到罕见的惩罚。由于安然丑闻引发的歇斯底里，各种规则都出现破例的情况。重判似乎还不够，贝利还被送往在安全等级最高的一所监狱，离家 700 多英里，那里关押的全是惯犯。

几个月后，美国第五巡回上诉法院审理贝利的上述案件。在听取了贝利律师的论点后，法院准许贝利和其他两位美林高管在等待上诉结果期间保释，但布朗除外。贝利几乎在一年前就已被关进监狱。2006 年 8 月 1 日，上诉法院对被告的上诉作出裁决。布朗的伪证罪和妨碍司法公正罪维持原判，因为

---

① 参见 Holman W. Jenkins，Jr.，"Rethinking the Corporate Crime Spree"，《华尔街日报》，2009 年 8 月 19 日，A13 版。

他对大陪审团谎称与安然公司没有就回购驳船达成协议。然而，上诉法院推翻了对所有被告的邮件和电信欺诈定罪。法院认为，被告并没有犯下政府起诉书中所指控的“诚信服务”类邮件和电信欺诈罪（“诚信服务”欺诈法条禁止一切可能损害人们“获得诚信服务这种无形权利”的行为）。要提出“诚信服务”欺诈指控，检察官就必须证明被告以某些不诚实的行为（通常指贿赂或回扣）欺骗雇主。在本案中，法院认为被告的行为以及后续获得的更多报酬与公司目标吻合，双方相互受益。[①]

这对安然专案组来说是一个极大的打击，因为专案组曾称该案基本上已经板上钉钉。然而，这种逆转并没有阻止政府对美林公司高管的讨伐。虽然安然专案组已经解散，但检察官们在2007年初宣布，他们计划重审三名罪行已被上诉法院推翻的美林案被告——尽管宪法禁止二重起诉。上诉法院在裁决中指出，撤销定罪并不是裁定他们没有欺诈行为，只是因为检察官未能证明他们的“诚信服务”罪行。检察官声称，正是因为上诉法院如是判决，他们才可以采用一项新的犯罪理据。修正后起诉书的确提供了新的犯罪理据。

韦林法官最初允许检察官重审案件，但指出布朗应另行审理。对贝利和弗斯特的审判定于2008年1月开始，但因另一个针对二重起诉问题的上诉而推迟。法院在2009年6月16日作出裁决，认为不存在二重起诉。[②] 然而，仅仅两天之后，最高法院认为，另一个与安然公司有关的案件的确因二重起诉问题而被禁止重审。贝利和弗斯特的重审被定为2010年5月，但当贝利同意向安然公司投资者赔偿基金支付30万美元来了结证交会提出的相关民事诉讼后，政府在2010年1月撤销了对他的指控。政府坚持重审弗斯特，但双方随后达成和解，检察官同意在弗斯特度过一年缓刑期后放弃所有指控。

第五巡回上诉法院早前曾裁定，没有足够的证据证明威廉·富斯（另一个被定罪的美林员工）有罪，所以不能对他再次审判。安然公司副总裁丹·博伊尔没有上诉并服满刑期。至于詹姆斯·布朗，尽管他被判刑的五项罪名中，上诉法院推翻了其中三项，但检察官还是要求他继续服完之前判决的近

① 参见 *United States v. Brown*, 459 F. 3d 509 (5th Cir. 2006)。

② 参见 *United States v. Brown*, No. 08 - 20038 (5th Cir. 2009)。

四年监禁。根据量刑准则，布朗的服刑时间足以达到他被判的罪行。然而，政府希望就上诉法院推翻的罪名对布朗进行重审。辩护律师控诉称，政府检察官试图通过这些强硬手段强迫布朗指证他的高管同行。为了让法院有时间考虑辩方指称政府检察官不当隐瞒证据的事宜，布朗重审被推迟。检察官在审判之前撤销了指控。而布朗则继续上诉对他的有罪判定。

起诉尼日利亚驳船案，政府付出不菲的代价，案件耗时数年，从一个相对较小的问题，演变成一场彻头彻尾的失败，被告承受无尽痛苦。这件事本可以由证交会在民事法庭轻易处理，由证交会与当事各方商定适当的处罚措施。然而，司法部却诉诸刑法，动用大量资源迫使被告屈服，仅仅是为了让司法部在安然事件中表现强硬。

宽带服务公司诉讼

在上诉法院撤销尼日利亚驳船案判决之前，安然专案组的另一项起诉也在进行之中。该案起因是安然公司没能通过安然宽带服务来以供应商身份进入互联网市场。安然宽带是安然公司的一家子公司，由肯尼思·赖斯（Kenneth Rice）领导，其目标是构建和管理全国性的光纤网络，提供传输量和速度均高于其他技术的扩展带宽数据传输服务。安然公司还创造了一个带宽容量市场。

为了吸引媒体眼球，安然宽带宣布与百视达音像（Blockbuster Video）成立一家合资企业，通过互联网向消费者提供视频点播服务。安然公司到处吹捧这些业务十分成功，还声称将赚取数十亿美元的利润。事实上，与百视达建立合资企业对安然公司而言是一场灾难。因为安然公司没能攻克一些技术问题，以数据流的方式将视频传输到消费者家中在当时并不现实，而且人们对产品的需求一直很低，所以安然公司在合资经营上蒙受巨额损失。

检察官指出，安然公司利用虚假新闻稿，声称技术问题已经攻克，宣扬公司将取得巨额利润，从而掩盖上述问题。检察官还指控安然宽带通过各种会计操纵，以不现实的虚高价格，虚构销售项目产生收益，从而夸大安然公司盈利，掩盖损失。2000年，尽管安然宽带遭遇巨额损失，但肯尼思·赖斯

却获得4700万美元的薪水，高于斯基林和雷当年的收入。

安然专案组起诉了安然宽带的整个高管层，包括指控赖斯在得知安然宽带陷入困境后，以7600万美元的价格抛售120万股安然公司股票。在对赖斯的起诉书中，40项罪名直指他导致公司经营失败。如果所有罪名成立，赖斯将面临几十年的监禁。另一种选择是主动认罪，以便从宽量刑。赖斯选择了后者，他仅承认了一项罪名，并同意接受1370万美元的罚款。

赖斯认罪后，还必须指证安然宽带的高管同行，并在庭审斯基林和雷时出庭指证。赖斯对此没有异议。安然宽带最初位于俄勒冈州波特兰（Portland，Oregon），隶属波特兰通用电气公司（Portland General Electric）。为了扩大电力市场份额，特别是加州电力市场，安然公司收购波特兰通用电气。然而，在管理层之间的权力游戏中，赖斯试图将公司迁至休斯敦（Houston），这引起了那些希望留在波特兰的高管们的强烈不满。对此，赖斯将在安然宽带案的审理中陈述自己的证词。

五名被告被指控两年来长期虚报安然宽带的经营能力，从而助推安然公司股价上涨，并从手持的安然公司股票中获利1.6亿美元。安然宽带案从2005年4月开始审判，持续了三个月。赖斯是政府的主要证人，但他犯了一个严重的错误，因为他错误地指证称，有一部斯基林谈论安然公司的视频播给金融分析师看过。斯基林在自己的审理开庭前也现身参与旁听，但审理此案的联邦地区法院法官凡妮萨·吉尔摩（Vanessa Gilmore）要求他离开。

针对赖斯的证词，被告回应称赖斯不懂技术，也不了解安然宽带的业务。被告还辩称他们对安然宽带能力的阐述是正确的。他们能通过互联网传输视频；安然宽带甚至还直播了美国乡村音乐协会奖颁奖典礼。被告进一步称他们起草的新闻稿经过了技术专家的审查，并被认定内容属实。

尽管有赖斯作证，陪审团仍搁置了几项指控，裁定被告的其他罪名不成立。针对陪审团无法裁决的几项指控，检方对五名被告中的三名，包括斯科特·耶格尔（F. Scott Yeager）、约瑟夫·希尔科（Joseph Hirko）、雷克斯·谢尔比（Rex Shelby），再次提起诉讼。这是政府对他们的第八次追加起诉。被告对此提出上诉，但上诉法院认为，可以针对这些指控再次对被告进行审理。

美国最高法院同意复议上诉法院的决定，以确定是否可以重审。最高法院于2009年6月18日裁定，重审将构成二重起诉，但允许上诉法院自行考虑是否对有关洗钱和内幕交易的问题进行重审。[①] 于是，检察官继续起诉。希尔科最终在2009年9月选择放弃，同意一项认罪辩诉协议。他被判入狱6个月，赔偿870万美元。

同时，最初五名被告中的两人，即迈克尔·克劳兹（Michael W. Krautz）和凯文·霍华德（Kevin A. Howard），在另一起诉讼中被重审。他们接受重审的时间与斯基林和雷出庭受审的时间相同，同样都在休斯敦法院，只是由不同的法庭审理。就在安然宽带案陪审团开始审议之前，另一场庭审宣布雷和斯基林被判有罪，于是被告担心宽带案会受到影响。辩护律师提请吉尔莫法官询问本案陪审员是否受到斯基林和雷被判有罪的影响，但法官予以拒绝。

出乎意料的是，尽管休斯敦正在上演安然公司引发的歇斯底里，陪审团依然宣告克劳兹无罪。霍华德被判有罪，但吉尔莫法官后来撤销了对他的定罪，因为其罪名同样基于“诚信服务”理据，而在安然宽带案之后的尼日利亚驳船案中，上诉法院否定了这一理据。检方对上诉法院裁决的部分内容提出上诉，因为其裁决同样推翻了对安然公司账簿和记录伪造行为的定罪。上诉法院于2008年2月12日驳回上诉，维持地区法院驳回起诉的原判。特别是，上诉法院认为，政府从未证明是谁实际伪造了安然公司账簿和记录，且对霍华德的共谋指控因检方不当采用了“诚信服务”理据而站不住脚。[②] 然而，检方继续发力，被获准就霍华德是否导致安然公司提交虚假文件给证交会备案进行重审。霍华德之后同意认罪，作为交换，检方承诺不会提请法院判处其12个月以上的居家禁足。吉尔莫法官随后判处霍华德9个月的居家禁足和2.5万美元罚款。

与此同时，赖斯从2007年7月开始服刑两年。安然宽带另一位高管凯文·汉能（Kevin Hannon）承认有罪，也被判两年有期徒刑。然而，政府对这种被误导的起诉没有更多表示。

---

① 参见 *Yeager v. United States*, 129 S. Ct. 2360 (2009)。

② 参加 *United States v. Howard*, 2008 U.S. App. LEXIS 3100 (5th Cir. February 12, 2008)。

国民西敏寺银行三人组案

专案组检察官的过度热情将安然公司的另一诉讼变成一起国际事件，愈发损害美国早已不堪的国际形象。该案涉及大卫·伯明翰（David Bermingham）、盖瑞·穆尔格鲁（Gary Mulgrew）和吉尔斯·达比（Giles Darby）等三名在国民西敏寺银行（The Natwest Bank）工作的银行家（国民西敏寺银行在次贷危机期间被英国政府国有化，现更名为苏格兰皇家银行伦敦分行（The Royal Bank of Scotland）。他们参与了与法斯托的一项交易，在这项交易中，法斯托打算对冲安然公司持有的韵律网络连接公司（Rhythms Net Connections）的股票价格。对冲通过一个名为 LJM 互换子公司（LJM Swap Sub）的特殊目的实体实施，但 LJM 互换子公司需要外部资金来满足交易的会计要求。瑞士信贷第一波士顿银行（Credit Swiss First Boston）和国民西敏寺银行为其提供“独立的”自有资本。

随后，韵律网络连接公司股价上涨，法斯托与三名国民西敏寺银行家安排，将国民西敏寺银行在 LJM 互换子公司持有的盈利股票售与另一实体，其售价远低于实际价格。在转售韵律网络连接公司股票时，国民西敏寺银行家获利 730 万美元，而法斯托则瞒报 450 万美元的收益，将其划入他自己的私人基金会。法斯托的助理迈克尔·科佩尔（Michael Kopper）所获相差无几，此外法斯托还向参与交易的安然公司其他员工发放了 330 万美元。

尽管国民西敏寺银行及其高管均未提出申诉，但位于休斯敦的安然专案组仍然指控这三名银行家欺诈国民西敏寺银行。检察官称，三位银行家所获的 730 万美元属于国民西敏寺银行，应当上交银行。同样奇怪的是，虽然检方指控罪行发生在伦敦，受害者以及涉嫌犯罪的三名银行家嫌犯的居所均在伦敦，但检方却在休斯敦提起诉讼。

三名银行家强烈反对将他们引渡美国，他们甚至请公关公司处理此事。他们向英国法院提出诉求，但未能成功。之后他们向英国内政大臣查尔斯·克拉克（Charles Clarke）上诉，但克拉克驳回了上诉，并根据最新通过的旨在为引渡恐怖分子提供便利的美英条约，下令对他们进行引渡。根据这一条

约，美国检察官不用出示任何证明犯罪行为的初步证据，就可以要求从英国引渡英国公民。具有讽刺意味的是，美国当时并未签署条约。

安然专案组起诉和引渡三名国民西敏寺银行家的治外法权行为，引起英国民众的愤怒。三位国民西敏寺银行家在英国引起轰动，他们在英国被人称为“国民西敏寺银行三人组”，这一名称让人想起有人曾经因为种族或政治观点而遭遇不公起诉的著名案件。多位政客和人权活动家力挺国民西敏寺银行三人组，上议院投票取消与美国之间的引渡条约，但在国会投票中未获通过。举报三人组的可能是尼尔·库尔贝克（Neil Coulbeck），他也是国民西敏寺银行的员工。尼尔被发现死于伦敦一个公园，明显属于自杀，这为整个事件增添了一层阴谋色彩。尽管如此，三位国民西敏寺银行家仍被逮捕并引渡美国，他们在出庭时衣衫不整，须发蓬乱。

国民西敏寺银行三人组被联邦行政司法官保释，但不得离开休斯敦地区，也不得与伦敦的家人见面，这使得他们处境颇为艰难。其中一名被告有五个孩子住在伦敦，一个有学习障碍。另一名被告在伦敦有一个10岁的儿子，他是唯一的监护人。还有一名被告的妻子和三个孩子都住在伦敦。此外，他们三人还被要求在候审期间住在不同的地方，这使他们的花费是正常情况的3倍。其中一名被告称这些限制措施是一种“心理折磨”，而伦敦《金融时报》的一名记者也称之为“司法酷刑”。[①]

国民西敏寺银行三人组在法庭文件中称，安然专案组隐瞒有利于他们申明无罪的信息，还阻止他们从老雇主处获取员工的证词和证据。三名被告还针对检方关于电信欺诈罪的“诚信服务”指控提出抗议。在美国第五巡回法院针对尼日利亚驳船案驳回“诚信服务”指控后，检方撤销了“诚信服务”指控，但之后又根据新的理据修改起诉书，指控新的罪名——盗窃罪。

在休斯敦候审两年多后，三名被告终于无法忍受，都承认犯有电信欺诈罪，检方于是同意法院判处被告37个月的监禁。法官还判定，三人组必须向苏格兰皇家银行偿还他们从安然公司交易中获得的730万美元利润。被告请

① 参见 Martin Wolf，“Judicial Torture and the NatWest 3”，《金融时报》，2007年11月30日，第11页。

求在英国服刑，以便离家人更近一些，作为辩诉交易的一部分，联邦检察官同意了该请求。在此期间，盖瑞·穆尔格鲁怀疑他的前妻绑架了他的一个孩子，并把孩子带到了突尼斯以便与男朋友同居。盖瑞·穆尔格鲁请求暂时返回伦敦，但被休斯敦法院驳回。国民西敏寺银行三人组最初被送往宾夕法尼亚州的一个联邦监狱服刑，随后根据美国司法部的国际囚犯转移计划（该计划允许外国囚犯在本国监狱服刑），被转送到一所英国监狱服刑。

国民西敏寺银行三人组事件之后，从英国引渡被指控在美国犯有商业罪行的人员便不那么容易了。英国上议院曾拒绝将摩根坩埚集团（Morgan Crucible）的首席执行官伊恩·诺里斯（Ian Norris）引渡到美国接受操纵价格指控。英国当局裁定，诺里斯的行为在当时的英国并不违法。但诺里斯仍可能因妨碍司法公正指控而被引渡至美国。2010 年 2 月，他针对该指控中的引渡问题提起上诉，但被驳回。

雷和斯基林案刑事审判

安然专案组声称，安然公司有 100 多人共谋参与一项旨在欺诈公众投资者的犯罪计划，其中 32 人被起诉，约有一半的人承认有罪。然而，安然专案组的首要目标人物，安然公司首席执行官兼董事长肯尼斯·雷，以及已辞职的安然公司前首席执行官杰弗里·斯基林发誓抗争，他们拒绝接受任何指控。斯基林和雷拥有足够的财富来打这场官司，因此是难于攻克的目标。但迫于政治原因，他们不得不向安然专案组屈服。由于媒体的推波助澜，安然丑闻已被放大了无数倍。这种宣传导致安然公司的员工、股东，甚至一般公众都对斯基林和雷充满怨恨，司法部认为，无论他们的行为是否合法，这都已构成充分的起诉理由。

斯基林和雷都不像是重罪犯。雷是靠自身努力取得成功的人，他毕业于密苏里大学（University of Missouri），拥有经济学博士学位。他曾在海军服役，后来在内政部担任主管能源政策的副部长。雷曾在几家石油公司担任高管，在雷的努力下，休斯敦天然气公司和北方内陆天然气公司成功合并，组建成安然公司。斯基林同样拥有非凡的履历。他在哈佛商学院（Harvard Business

School）获得工商管理硕士学位。毕业后，斯基林在加入安然公司之前，就已脱颖而出，成为麦肯锡咨询公司（McKinsey & Company）的合伙人。两位高管收入颇丰。雷在安然公司的收入超过了2.3亿美元，而斯基林的收入约为雷的一半。

斯基林和雷具有不同的个性。雷温和、低调而谦逊；相反，斯基林机智善辩、咄咄逼人，有时略显傲慢。有一次，一位分析师提出，安然公司季度报告发布过慢，斯基林当众回复说："谢谢你，混蛋。"斯基林还患有抑郁症。当政府在安然公司倒闭后将矛头指向他时，他甚至想过自杀，而且严重酗酒。当斯基林被起诉后，他曾因凌晨四点在派克大道醉酒和行为异常被纽约警察送往医院。安然专案组之后要求限制斯基林的活动，以此作为继续保释的条件。法院对斯基林实施午夜宵禁，命令斯基林戒酒并寻求心理辅导。

与安达信案如出一辙，安然专案组认为，有必要捏造一个"莫须有"的罪名。《纽约时报》（*New York Times*）在审判结束后发文称，检察官甚至吹嘘说，他们在开始调查时，并没有指证斯基林和雷的真正理由。然而，经过两年的努力，安然专案组发明了所谓的"道林·格雷"（Dorian Gray）理据，并据此起诉斯基林和雷。[①] 道林·格雷理据源自奥斯卡·王尔德（Oscar Wilde）笔下的一部小说，小说主人公名叫道林·格雷，他青春永驻，但其画像却日趋丑陋苍老。这个来自文学领域的新罪行显然十分严重，安然专案组提请法官判处雷和斯基林分别监禁175年和325年。

专案组将斯基林和雷比喻为道林·格雷，因为他们作为管理人员，尽管看到了公司内部问题重重，却向公众展示安然公司充满活力的一面。然而，在安然专案组看来，斯基林和格雷的真正罪行是他们一直吹捧安然公司股票，直到股票崩盘，但又在同期大量抛售自己持有的安然公司股票。

无论如何，专案组需要搜集证据来支持这个丰富多彩的理据。专案组直接逼迫证人提供证词，威逼手段比安达信案和与其他涉及安然公司的诉讼案有过之而无不及，此外还配备了充足的人手。最初，安然专案组组长是检察

① 参见 Alexei Barrionuevo and Kurt Eichenwald, "The Enron Case That Almost Wasn't"，《纽约时报》，2006年6月4日，第1页第3栏。

官莱斯利·卡德维尔（Leslie Caldwell），她以手段强硬而著称，曾为了将两名毒贩绳之以法而对毒贩的老母亲提起诉讼。专案组将使用同样的手段，逼迫法斯托认罪，并指证斯基林和雷的罪行。

安然专案组起诉了法斯托，但法斯托坚称自己无罪，也拒绝指证斯基林和雷。安然专案组随后增加对法斯托的指控，量刑建议从 90 年增加至 140 年。然而，法斯托仍拒绝承认罪行较轻的指控，也拒绝指证斯基林和雷。检察官随后指控法斯托的妻子莉（Lea）偷逃所得税，借此逼迫法斯托认罪，并同意旨在指证斯基林驳回了他们的申请。法斯托夫妇在与斯基林和雷的“合作”协议。[①]

最初，法斯托面对恐吓和威胁似乎不会妥协，所以专案组把矛头转向莉，而对莉的指控实属捏造。安然专案组指控称，莉与丈夫提交的联合报税表瞒报 6.7 万美元收入，这笔收入被法斯托处理为礼物。通常情况下，这个问题通过补缴税款和小额罚款就可以解决，特别是法斯托在当年已就 6000 万美元的收入缴纳所得税，这说明法斯托无论如何都不会偷漏税。然而，检方乘着当时盛行的安然公司歇斯底里，希望使法斯托确信，任何指控无论是否存在证据都可以定罪。但法斯托仍然拒绝承认任何指控，也不同意指证斯基林和雷。

安然专案组随后加大赌注，宣布在审理法斯托或安然公司其他高管之前，先拿莉·法斯托开刀。专案组起诉莉·法斯托，似乎令很多人感到奇怪，因为她在安然公司开始会计操纵之前，便已辞去安然公司的职务，而且她并未参与安然公司的犯罪行为。但是，安然专案组起诉法斯托的妻子是赢得斯基林和雷案的关键，因为这样可以逼迫法斯托指证斯基林和雷。

---

① 联邦检察官并非初次使用这种手段。早在涉及克林顿总统及其夫人希拉里的水门事件调查期间，特别检察官肯尼斯·斯塔尔（Kenneth Starr）将处于争议中心的吉姆·麦克道格尔（Jim McDougal）的前妻兼业务合伙人苏珊·麦克道格尔（Susan McDougal）送进监狱。吉姆在被判有罪后最终同意与检方合作，但苏珊拒绝指证克林顿夫妇。于是，斯塔尔让苏珊锒铛入狱，被判监禁 21 个月，其中包括每天 23 小时关押在树脂玻璃隔音牢房的七周禁闭。美国公民自由联盟指称，关押苏珊的环境令人震惊，其目的就是迫使苏珊指正克林顿夫妇。但是，苏珊没有屈服，最终在林顿总统离任前获得赦免令。参见 Sean Wilentz, *The Age of Reagan*，第 378 页。

法斯托夫妇申请将莉的庭审推迟到法斯托庭审之后，这样就能提供有利于莉的证词，同时也不用放弃第五修正案赋予公民反对被迫自证己罪的权利。但在与联邦地区法院法官大卫·希特纳（David Hittner）方对抗一段时间后，他们的决心最终崩溃了。安然专案组明确指出，法斯托夫妇都将面临漫长的刑期，他们的两个孩子将无人照顾。具有讽刺意味的是，其中一个孩子刚好叫杰弗里·斯基林。

法斯托夫妇无法接受这种结局，只好承认了较轻的指控，并与检察官达成协议，夫妻双方可先后入狱服刑，以便始终能有人照顾孩子。但是由于希特纳法官要求对莉·法斯托判处的刑期比安然专案组同意的刑期还要长，这种安排差点就没有兑现。希特纳法官如此对待法斯托夫妇有充分的理由——他个人因投资安然公司股票损失大约4万美元。但出于某种未知的原因，法斯托夫妇并未要求撤换希特纳法官。

最终，安然专案组仓促拼凑出一份令希特纳法官满意的协议。希特纳法官之后判处莉在安全等级最高的监狱服刑，在那里，莉被分配到拥挤不堪的牢房，在明亮的灯光下，度过一年的囚徒生涯。检方需要通过这种严厉措施警告安德鲁·法斯托，如果不指证斯基林和雷，他将面临何种结果。法斯托最终在斯基林和雷的审判中出庭作证，但他也含泪指出，莉对于安然公司的任何交易以及据以对其起诉的税务问题都一无所知。他作证说，对于纳税申报表中申报为礼品的收入项目，他的确向莉说了谎。安然专案组非但对莉的不知情无动于衷，反而十分高兴地看到所采取的手段达到期望的效果。令人惊讶的是，第五巡回上诉法院在另一个案件中裁定政府可以使用这种胁迫手段。[①]

随着法斯托就范，安然专案组已经做好了庭审准备，这时安然公司的另一名高管——首席会计官理查德·考西（Richard Cause）承认有罪。考西与雷和斯基林被一同指控，按计划要一同审判。考西曾发誓对抗指控，但后来同意承认一项证券欺诈罪，并进一步同意指证雷和斯基林。作为交换，考西被判处五年半徒刑。这一辩诉交易于2005年12月28日公布，距离审判仅剩

---

① 在 *United States v. McElhaney*, 469 F. 3d 382 (5th Cir. 2006) 一案中，第五巡回上诉法院（包括得克萨斯）主张，被告不认罪的，政府可通过威胁起诉被告之配偶的方式，胁迫被告认罪。

一周时间。审理此案的法官西米恩·莱克三世（Simeon T. Lake Ⅲ）将审判延期三个星期，以让辩方律师有时间应对这一不利情况，但这也是莱克法官在审判期间给予被告方的唯一一次救济。被告律师经过调查发现，在休斯敦地区，陪审团对安然公司存有偏见，被告方因此两次请求更换审判地点，但均被法官驳回。最后，政府决定不让考西出庭作证。2006 年 1 月底，万众瞩目的斯基林和雷案终于开庭。在莱克法官的坚持下，陪审团在一天内组建到位。

斯基林的法律团队由从未曾审理过刑事案件的加利福尼亚州律师丹尼尔·彼得罗切利（Daniel Petrocelli）领衔。彼得罗切利是一名经验丰富的律师，他曾在著名的辛普森杀妻案（美式橄榄球运动员兼电影明星辛普森被控谋杀前妻及其男朋友）的民事诉讼中担任控方律师，辛普森被处以高额民事赔偿，彼得罗切利因此名声大噪。雷的代理人是得克萨斯州本地的刑事律师迈克尔·拉姆齐（Michael Ramsey），他辩护经验丰富，为人低调，自称是嗜酒如命和烟不离手的法律界老战士。

在审判中，政府方面的首位证人是安然公司投资关系部原负责人马克·科尼格（Mark Koenig），他承认了对他的刑事指控，并同意向证交会支付罚款，以和解政府针对他协助提供有关安然公司财务状况的虚假新闻稿以及误导分析师的指控。作为辩诉交易的一部分，他同意指证安然公司其他高管。为此，科尼格作证称，雷和斯基林曾参与误导公众对安然公司经营的认识。他指出，安然公司重整零售能源公司，是为了将零售能源公司 2.2 亿美元损失转移到盈利水平更高的批发业务，进而掩盖该部分损失。在交叉询问环节，辩方律师认为科尼格缺乏指证公司重整所需的会计实务知识。他们还攻击了科尼格证词的可信度，因为法官对他的量刑（可能长达 10 年）将取决于他对雷和斯基林的指证效果。在科尼格出庭作证后，他被判处了相对较轻的 18 个月监禁。

政府提供的第二名证人是安然宽带服务公司的前负责人肯尼思·赖斯。他之前承认了对他在公司管理方面的刑事指控，并通过辩诉交易同意与检察官合作，指证安然公司其他高管人员。赖斯作为斯基林在安然公司的亲密朋

友，作证称斯基林曾告诉他，安然宽带已经摇摇欲坠，就不要再把6500万美元的预期损失加上去了，因为分析师给他施加了巨大压力，并且有关安然公司的坏消息已经够多了。但在交叉询问环节，赖斯似乎并不了解他在安然公司的工作，他甚至不知道安然宽带有多少员工。赖斯的出庭作证获得了回报，他只被判处27个月的刑期，远远短于检方对斯基林和雷的刑期请求。此外，赖斯还被处以1500万美元罚款，但这只是赖斯在安然公司所获收入的一小部分。

在赖斯之后出庭作证的是安然公司投资关系经理兼公司秘书保拉·瑞克尔（Paula H. Rieker）。她作证称，斯基林和雷在安然公司的财务方面误导了投资者。她的证词特别具有杀伤力，但她在交叉询问环节承认，她当时并不认为他们的行为是犯罪，瑞克尔称自己被洗脑了。当对方指出，她所声称的斯基林和雷未向分析师说明的情况，已经在安然公司提交证交会备案的文件予以披露时，瑞克尔说，大多数分析师并未阅读证交会备案文件。因此，证交会和分析师似乎应比斯基林或雷承担更多的罪责，因为大多数公众投资者都认为，证交会备案文件是分析师报告的主要依据。事实上，上市公司在准备备案文件时产生巨额费用是合理的，因为这些文件使得金融分析师的分析“透明化”。

辩方律师还指出，瑞克尔曾“滥用”绩效评估来获得安然公司的奖金。辩方进一步指出，检方为了诱导她指证雷和斯基林，允许瑞克尔承认一项内幕交易指控，由于她在内幕交易中获利甚微，从而法官会从轻判罚。作为交换，瑞克尔后来仅被判处了两年缓刑。

在审判期间，《纽约时报》的一篇头版文章报道称肯尼斯·雷已濒临破产；他的净资产从4亿美元缩减至65万美元，而且还有许多律师费账单纷沓而来。该文章还称，安然公司集体诉讼案中的首席顾问威廉·莱瑞奇（William Lerach）预计雷不会有任何翻身的机会，因为司法部和联邦监管机构都决心让雷破产。《纽约时报》对审判的报道相对公平，还列举出辩方的得分点，值得称赞。与此相反，《华尔街日报》的文章则关注检方的证据，对辩方的反证只是一笔带过。这种报道风格的差异可能是因为《华尔街日报》也被卷入

了本案。在辩护时，杰弗里·斯基林将安然公司的失败归咎于《华尔街日报》的一系列文章，他称这些报道损害了市场对公司的信心，造成了相当于银行挤兑的结果。

政府继续审理案件，并提供了一连串证人，他们或者已经承认刑事指控或者和解了证交会的索赔事宜。各种证词显示出，安然公司管理层的确致力于满足乃至超出分析师的预测。显然，安然公司管理层使用了各种会计手段来达到预期结果，包括动用储备金。一位证人作证说，安然公司使用了“逆向工程”，即首先设定某一季度的每股收益，然后告知下属去调整收入来达成每股收益目标，这种做法甚至在季度账簿封账后还在继续。另一位证人说，安然公司零售部门在交易员的办公桌下找到一个箱子，里面装着来自加利福尼亚电力消费者的未兑现支票，金额高达数百万美元。这似乎与对斯基林和雷的指控没有多大关系，但也确实表明安然公司疏于管理。

然后，法斯托出庭作证。他承认自己“非常贪婪”，丧失了“道德指南针”，并且误导他的妻子签署了一份虚假的报税表，从而导致她锒铛入狱，他甚至在强调这一点时失声痛哭。法斯托证实斯基林和雷知晓他的会计操纵行为。法斯托说，斯基林喜欢利用特殊目的实体 LJM1 和 LJM2，出售表现不佳的资产，将其移出安然公司的资产负债表，借此操纵安然公司的账户。法斯托引用斯基林的话说，“尽你所能地榨出果汁”。法斯托还作证说，当肯尼斯·雷接替辞职的斯基林重回安然公司后，自己告诉雷，公司存在50亿~70亿美元的“嵌入式问题”，需用数年时间才能纠正。尽管知晓这种情况，雷仍对媒体说安然公司处于“前所未有的健康和良好状况”。

法斯托称，在处理完这些表外事项后，斯基林批准了数百万美元作为对法斯托的秘密补偿，法斯托称之为“熊抱”。然而，除了一份被法斯托称为“全球银河”协议的文件外，对于上述批准无任何其他证据。法斯托作证说，他和安然公司首席财务官瑞克·考西在“全球银河”协议中约定，LJM 实体因购买安然公司资产蒙受的损失将通过后续交易进行弥补。他承认销毁了协议原件，并且丢失了唯一的副本，但他声称在开始就辩诉交易与政府进行谈判后，他在保险箱中找到另一份副本。法斯托承认，他从来没有给雷或斯基

林看过这份协议，但声称考西口头告知过斯基林，不过考西并未证实此事。

在交叉询问中，对方对他牺牲妻子以达成辩诉交易和欺诈掠夺安然公司资产的行为进行了严厉攻击。辩方律师向他出示了一张侵占1.2亿美元安然公司资产的“赃物清单”，法斯托通过表外交易，将这些资产挪用于个人目的。法斯托承认，雷和斯基林并没有拿走这些钱。法斯托的笔记显示，随着公司的解体，斯基林曾在一次电话中称安然公司应充分披露所有问题。斯基林也辩称，公司的会计工作是正确的。

在结束对法斯托的交叉询问后，肯尼斯·雷的律师迈克尔·拉姆齐对坐在被告席的肯尼斯·雷的女儿说，他刚刚犯了心脏病，但决定继续辩护。随后，莎朗·沃特金斯出庭，再次讲述了她如何提醒雷LJM的结构即将发生崩溃。她抱怨说，雷应该聘请新的会计师事务所调查她说的情况，虽然她所说的LJM交易后来得以解决，没有发生任何损失，但她对此仍十分不满。

沃特金斯因其向肯尼斯·雷表达不满而成为了新闻界的名人。她甚至被《时代》杂志评为“年度人物”。然而，沃特金斯事实上并未向政府监管部门揭发任何人。文森·艾尔斯律师事务所（Vinson & Elkins）的合伙人马克斯·亨得里克二世（Max Hendrick Ⅱ）针对沃特金斯向雷陈述的问题进行了内部调查，并为被告作证说，他发现沃特金斯依据的仅仅是办公室小道消息以及安然公司提交证交会的备案文件中的某些注脚。在交叉询问中，沃特金斯也无法解释为什么她没有因为在抱怨安然公司操纵账户的同时出售了自己持有的股票而受到刑事起诉。这同样属于不当行为，雷和斯基林就因与沃特金斯在同一时间售出股票而被安然专案组起诉。

《今日美国》报道称，另一位安然公司举报人林恩·布鲁尔（Lynn Brewer）是一个骗子，这让整个安然公司举报事件变得更加复杂。布鲁尔效仿沃特金斯，在一本书中自称是前安然公司“高管”，并在书中以举报人身份讲述她在公司的英勇事迹。她根据自己在安然公司的经历，向世界各地的企业高管演讲传道，每次收取13000美元的报酬。挪威的诺贝尔和平中心甚至为作为举报人的布鲁尔举办了一次展览。然而，《今日美国》的调查记者发现，布鲁尔从来没有达到安然公司的高管级别。她实际上只是一个办事员，负责做

研究和培训他人如何访问 Factiva 等公用数据库。此外，布鲁尔在安然公司似乎并未举报过任何事情；相反，安然公司派布鲁尔前往伦敦参加一个培训课程，她却没有参加，安然公司因此辞退了她。布鲁尔在伦敦期间与她的未婚夫待在一起，花销由安然公司承担，而后她声称存在某些未指明的恐怖威胁，使她无法前往安然公司的伦敦分公司参加预定的培训课程。[1]

两位安达信会计师在沃特金斯之后出庭作证。其中一位会计师作证说，安然公司错误地动用了损失准备金，以增加收益。另一位安达信会计师约翰·苏尔（John R. Sult）作证说，安然公司谎称正在为埃瑟里克斯公司实施10 亿美元的发展战略，借以避免对埃瑟里克斯公司水务业务的账面价值减计7 亿美元，否则将会引起安然公司信用评级遭到灾难性下调。苏尔称，雷告诉他发展战略正在实施之中，但他无法找到任何与此相关的会计讨论。

标准普尔公司（Standard & Poor）总经理罗纳德·巴隆（Ronald Barone）出庭作证说，雷在 2001 年 10 月 12 日向他保证，公司不会有进一步的减记，所以巴隆没有要求降低安然公司的信用评级。政府的另一名证人克里斯托弗·勒尔（Christopher Loehr）作证说，LJM 交易的文件日期的确被倒填，但这并非雷和斯基林本人所为。政府还传唤安然公司一名退休员工出庭作证，这名退休员工指证说，因为听信雷保证说公司势头良好，便用退休账户资金购买了安然公司股票，结果蒙受灾难性的损失。

本·格里桑被提出牢房为政府作证。作为安然公司的前财务主管，他曾是法斯托的“膀臂”之一。格里桑最初拒绝与检方合作；相反，他承认了刑事指控，并要求立即判刑，以便尽快服满刑期。格里桑如愿以偿，被判处 5 年监禁。他后来才了解到指证高管同事的好处。

当斯基林和雷的审判进入对格里桑的交叉询问环节时，他在狱中一直受到“热情招待”，先是单独囚禁，而后又与危险罪犯关在同一牢房，目的就是要逼迫他与安然专案组合作。这种高压手段果然奏效，格里桑同意作证。之后，他获得了更好的住宿条件，还被准予返家探视，以便能与检察官一同准

① 参见 Greg Farrell，“The Enron Whistle - Blower Who Wasn't”，《今日美国》，2007 年 10 月 12 日。

备指证斯基林和雷的证词。格里桑还在诉讼的其他方面主动合作。有一次，他被提出牢房，戴着手铐与斯基林进入同一部电梯，后者刚刚被逮捕并戴着手铐“游街示众”。检察官想通过这种安排好的小插曲来威胁斯基林。

莱克法官也为格里桑准备证词提供了帮助。对于格里桑可能在证词中暴露的其他罪行，法官向他授予豁免权。然而，当辩方律师为了寻找合作证人而申请豁免权时，莱克法官却没有批准。[①] 格里桑甚至被准许脱掉他在尼日利亚驳船案中所穿的囚衣，换上西装出庭作证。检察官想让格里桑以高管面目示人，并以此与斯基林和雷抗衡。这种做法似乎奏效了，因为据说格里桑的证词给陪审团留下了深刻印象。格里桑也获得相应回报：他原本被判5年监禁，但仅服刑3年便被释放。

格里桑作证说，斯基林曾同意使用LJM Raptors来“规避”会计要求，但他在交叉询问中放弃了这一说法。格里桑还声称，雷知道安然公司的各种资产被高估，包括埃瑟里克斯公司水务业务，但却承认在理查德·考西告诉他安达信认为没有必要做减记处理之前，他已离开了2001年10月22日的会议场地。格里桑承认，他所指的高估属于“经济”问题，相关财务会计准则可能不要求减记公司的财务报表。格里桑还指证称，就在雷公开宣称公司不存在流动性问题之前，他曾提醒雷说流动性危机“必将”导致公司破产。但辩方表示，格里桑向雷和安然公司董事会提供的报告显示公司资产具有高度的流动性，甚至流动性呈上升趋势。此外，格里桑还声称，斯基林为了进行会计操纵而调整公司资产，但他在交叉询问中承认，根据按公允价值计价要求，公司资产必须按当时市场价值核算，所以斯基林的报表满足了按市值计价的要求。

肯尼斯·雷的首席律师迈克尔·拉姆齐称格里桑是政府的“跳梁小丑”，这一言论引起了新闻界的轰动。在格里桑作证期间，拉姆齐的冠状动脉病情恶化，不得不接受紧急手术，在冠状动脉中安放支架以缓解血管阻塞。手术在周末进行，但拉姆齐第二天便无私地返回工作岗位，继续为雷辩护。然而

① 参见 *United States v. Skilling*, 2006 U. S. Dist. LEXIS 42664 (S. D. Tex. 2006)。

之后不久，他不得不再次入院，通过手术来消除血管阻塞。雷出于经济原因，决定在拉姆齐恢复健康期间，不寻求推迟或延期审判。

格伦·雷（Glenn Ray）是杰弗里·斯基林的股票经纪人，他指证说，斯基林希望他不要告知安然公司他在9月11日恐怖袭击后卖掉了股票，但格伦·雷承认，大多数客户都希望对股票销售事宜保密。辩方还证实，安然公司在股票销售完成之前已接到通知。虽然雷没有被指控内幕交易，但政府的最后一名证人乔安妮·科尔特斯（Joanne Cortez）出庭指证雷。科尔特斯是安然公司员工，负责处理肯尼斯·雷支取安然公司信用额度的事宜。科尔特斯证实，虽然安然公司在2001年10月出现大幅亏损，但安然公司薪酬委员会将雷的信用额度从400万美元提高到750万美元，她对此感到十分震惊。之后，雷开始经常性地使用信用额度，并用安然公司的股票进行偿还。科尔特斯在交叉询问中承认，她不知道雷使用信用额度来缴纳追加保证金，也不知道安然公司的会计师和律师已经审查过该计划。这就是本案的所有控方陈词，检方随后撤销了四项对斯基林的指控和一项对肯尼斯·雷的指控。

辩方随即登场。辩方希望证明，安然公司倒闭是拜不良报道和外部市场事件所赐，而不是因为雷或斯基林的欺诈行为。然而被告的律师抱怨说，他们证明案件的能力受到了妨碍，证人因受到政府恐吓而不敢出庭作证。辩护律师称，证人担心一旦替斯基林和雷作证，政府就会起诉他们。政府没有采取任何措施来纠正这种情况；相反，政府只向检方证人提供豁免权。

为了给辩护打下良好基础，雷和斯基林的律师介绍了一部由两位高管在安然公司任期内拍摄的影片，他们在影片中宣称，安然公司已经实现成为“世界领先能源公司”的目标，而新的目标是成为“世界领先公司”。斯基林在影片中还承认，安然公司的账目是一个“黑匣子”，但他宣称这是一个“良好的黑匣子”，因为安然公司的业务正在增长。辩方律师认为，影片证明了雷和斯基林对安然公司的未来充满激情和信心。律师还提出辩护主题——击垮安然公司的是《华尔街日报》上多篇质疑法斯托关联交易的文章所引发的市场恐慌。

辩方传唤了几名前安然公司员工，他们证实安然公司的零售服务部门与

批发部门合并，并不是为了弥补零售部门的损失。其中一名证人作证说，这种合并减少了职能重复，节省了公司资金。早先一名政府证人曾指称，由于不愿意承认损失，肯尼斯·雷否决了一个核销坏账的提议。但辩方证人指出，当时没有要求核销坏账，主要是因为有一项可能导致利润减少、坏账核销的加利福利亚税费在安然公司倒闭数月后才被核算出来。

马克·梅茨（J. Mark Metts）是负责资产销售的另一位安然公司高管，他作证说斯基林“非常支持”他的观点，即认为法斯托和LJM实体不应在资产销售方面享有任何优先权。斯基林曾提出，所有人都必须遵守同样的规则。其他前安然公司员工证实，对存在争议的大博电力项目，安然公司的账目处理是适当的，无须进一步销账。其他辩方证人称，安然公司当时在寻求以负责任的方式处理其宽带服务公司业务。

安然公司前总法律顾问小詹姆斯·德里克（James V. Derrick, Jr.）针对沃特金斯投诉的调查结果出庭辩护。德里克作证说，安然公司的高管在确定销账或其他会计或法律问题是否恰当时，在很大程度上要依赖外部顾问和会计师的意见。他进一步证明，安然公司董事会并没有要求斯基林签批LJM交易；相反，董事会授权另外两名高管负责签批。德里克还证明，雷专注于安然公司的总体政策，而不是日常的会计或法律问题。

杰弗里·斯基林于2006年4月11日出庭作供。他承认自己很紧张：“我的命运在某种程度上危在旦夕。”斯基林称自己是无辜的，他认为导致公司垮台的罪魁祸首是《华尔街日报》刊登的一系列质疑LJM合伙企业的文章。斯基林称，这些文章是针对安然公司的有组织破坏活动。斯基林还称，他曾敦促肯尼斯·雷予以回应，让雷“敞开胸怀”扩大安然公司的财务披露范围。斯基林对自己在安然公司的领导能力进行了辩护。他说自己辞职是因为家庭事务让他感到压抑，在工作中力不从心，而且对自己无法稳定安然公司股价而灰心丧气。

斯基林曾与一名经纪人交谈，称自己打算在离开安然公司后，售出几十万股安然公司股票，正是这次谈话使斯基林深陷困境。但随后不久，纽约遭遇“9·11”恐怖袭击，纽交所临时关市，刚好安然公司是在纽交所上市的，

所以斯基林没能卖出股票。在纽交所恢复交易后，斯基林增加卖出股票的数量，他在提交给证交会的证词中申明，他出售股票的原因是“9 · 11”恐怖袭击。政府认为斯基林在撒谎，因为他在恐怖袭击发生之前便已计划卖出股票。斯基林在刑事审判中称，自己记不起与经纪人交谈的内容。

斯基林作证说，他曾试图组建一个投资者财团，计划向安然公司注资 7 亿美元，以拯救安然公司。他主动提出要投入 7000 万美元的自有资金，但投资尚未实施到位，安然公司就已经崩塌了。斯基林坚称，他没有与法斯托达成旨在保护法斯托免受损失影响的“熊抱”交易，而且“熊抱”一词他之前闻所未闻。斯基林说，他给法斯托下了最后通牒，让他选择继续留任安然公司首席财务官，还是辞职成为 LJM 的普通合伙人，法斯托选择留任安然公司。

斯基林否认了他在 2000 年第二季度操纵业绩的说法。他指出，他当时正在非洲，无法进行此事。斯基林还对政府的指控表示愤慨，并指责检察官歪曲事实，恐吓证人。

之后，安然专案组的负责人希恩 · 伯科威茨（Sean Berkowitz）对斯基林进行了交叉询问。伯科威茨强势攻击斯基林出售股票的行为，还重点盘问斯基林和雷在一家公司的投资。这家公司与安然公司有业务往来，斯基林象征性地投入 18 万美元，雷投得更少。然而，斯基林和雷在投资前并未获得安然公司董事会签发的利益冲突豁免函。这笔投资对于斯基林而言不过九牛一毛，一纸豁免函似乎毫无必要，而且安然公司董事会通常只会考虑所涉金额超过数百万美元的问题。然而，涉事公司的所有者是斯基林的女友，陪审团认为这是一个问题。伯科威茨也声称，斯基林在给女友的支票上倒填日期，但并未说明原因。这个问题也令斯基林十分难堪，但正如斯基林向检方指出的那样，它与本案的指控没有任何关系。辩方也传唤了处理该业务的安然公司员工出庭作证，该员工作证说，她并不知晓雷和斯基林在这家公司有投资。

肯尼斯 · 雷在斯基林之后出庭作供，但拉姆齐仍未恢复健康，小乔治 · 麦考尔 · 思科瑞特（George McCall Secrest, Jr.）代为出庭，他在询问中偶尔出点差错。与斯基林一样，雷也将安然公司破产比作由《华尔街日报》刊登的 LJM 相关文章所引发的银行挤兑。他声称，有一组对冲基金通过做空拉低

安然公司股价，他把这些基金称作“秃鹫”。后来，次贷危机期间倒闭的投资银行采用的说法与此如出一辙。

雷称法斯托是骗子和小偷，他作证说他拒绝了法斯托提出的500万美元解聘补偿金。雷通常较为温和，但在交叉询问中却异常雄辩。他坚称，检察官试图对常规商业行为进行曲解和定罪。当被问及是否偿还了安然公司提供给他的贷款时，雷说没有，因为资产被检察官冻结了。他说自己的资产净值为负数，还欠了他律师的钱。尽管雷没有被指控内幕交易，交叉询问还是重点攻击了出售股票的问题。雷声称，他没有将出售安然公司股票的消息披露给公众，是因为缴纳追加保证金被迫为之，没有选择余地。

雷称安然公司深受做空之害，对此政府反击说，雷的儿子曾做空股票，这让雷异常难堪。虽然他儿子做空股票与本案毫无关系，但却严重影响了陪审团对雷的信任。尽管雷的律师在再次直接询问环节指出，雷的儿子卖出的股票是因经纪人出错才被标记做空交易，但是影响已经造成，律师陈述的事实于事无补。

检方还指出，雷在出售安然公司股票的同时，花费20万美元为他的妻子举行生日派对，还购入贵重物品。虽然这些与起诉书中的指控毫无关系，但这种人格诋毁再次奏效。关于起诉书中的实际指控，会计专家沃尔特·拉什（Walter Rush）和南加利福尼亚大学会计学教授杰瑞·阿诺德（Jerry Arnold）都证实，对于安然公司准备金账户的会计要求，雷和斯基林均合理听取了相关建议，而且公司资产估值也是合适的。

政府认定雷有其他资产，可以用来追加股票保证金，无须通过将股票卖给安然公司来获取信用额度。然而，由于雷已经将股票用作保证金贷款的担保，并且有权随时动用他在安然公司的信用额度，所以检方这一说法没有实际意义。对于这一点，得克萨斯州立大学的金融教授克里斯托弗·巴里（Christopher Barry）认为，雷出售股票的确是出于无奈。对于政府提出雷可以借钱的说法，巴里称，这就好比使用万事达卡支付VISA卡账单。他还指出，安然公司董事会向雷支付1000万美元，请他在斯基林辞职后返回安然公司，雷用这笔钱来偿还债务，并没有卖掉安然公司股票。巴里支持斯基林和雷的

说法，即安然公司倒闭是典型的银行挤兑造成的。

政府唯一的反证证人是波特兰通用电气公司的一名雇员，她证明说，她听信了雷关于安然公司状况良好的保证，而后在安然公司公布巨额损失时感到震惊。但在交叉询问中，她承认不知道雷依据何种信息作出的保证。

辩方重新提议，请求授予还能为辩方作证的安然公司高管人员豁免权。莱克法官驳回了请求。最终，只有替政府作证的本·格里桑被授予豁免权。经过15个星期的审判，法庭辩论于2006年5月9日停止。迈克尔·拉姆齐重返法庭，代表雷发表简短的结案陈词。之后，莱克法官给了陪审团一个“鸵鸟”指示——只要他们发现雷或斯基林有意避免或故意忽略构成欺诈行为的证据，就允许他们对其定罪。

在陪审团开始审议时，法庭开始了对肯尼斯·雷的第二项审判，检方指控他违反了美联储“U规则”中的联邦保证金要求。政府指控称，雷将一笔银行贷款中50%以上的资金都投向公开交易的股票。雷在该刑事案件中放弃陪审团审判的权利，案件仍由莱克法官审理。雷承认他没有遵守“U规则”，但他说自己和大多数人一样，并不熟悉这些复杂的保证金要求。

在都柏林的一个赌博网站上，赌客们下重注押雷和斯基林被判有罪，事实证明他们押对了。陪审团于2006年5月25日裁定二人有罪。之后，莱克法官也判雷的保证金和银行欺诈罪名成立。

《纽约时报》的一篇头版文章对政府为了证明斯基林和雷有罪而采取的强硬策略表示赞扬。[①] 审判却对雷产生致命的影响。大约六个星期后，在他等待判决的期间，于2006年7月5日在阿斯彭的度假出租屋内突发心脏病死亡。尸检结果显示，他的三条主冠状动脉发生严重阻塞，在此之前曾两度心脏病发。这种身体状况自然无法承受审判和定罪的压力。

具有讽刺意味的是，死亡把雷变成无罪之人，因为直到他病逝，该案仍在上诉。第五巡回上诉法院在先前的案件中裁定，在这种情况下必须搁置定罪，政府还应停止没收程序。许多业界领袖，包括前市长和前得克萨

① 参见 Kurt Eichenwald and Alexei Barrionuevo，“Tough Justice for Executives in Enron Era”，《纽约时报》，2006年5月27日，A1版。

斯州州长都在休斯敦参加了雷的追悼会。出席的还有乔治·布什及夫人芭芭拉以及前国务卿詹姆斯·贝克三世（James A. Baker Ⅲ）。葬礼上，一些哀悼者，包括倡导民权的教士比尔·劳森（Bill Lawson），称雷是私刑的受害者。

斯基林也在定罪的压力下精神崩溃。在斯基林被宣判前不久，他在离开达拉斯的一家餐馆后被逮捕，原因是在公共场合醉酒——这是达拉斯警察机关推出的一项引起广泛争议的计划，其目的在于监督本地餐馆，防止客人在酒醉的情况下离店。斯基林被判短暂入狱并支付385美元的罚款。

莱克法官对斯基林在安然公司犯下的罪行处以更严厉的判罚，斯基林被判赔偿2400万美元和24年徒刑。相比之下，法斯托仅被判6年徒刑，他对斯基林和雷的指证确实没有白费。

斯基林在上诉期间被拒绝保释，他被软禁在位于休斯敦的800多平方米的个人豪宅，等待着入狱。他从2006年12月开始在明尼苏达州的一所安全级别最低的监狱服刑。那里曾经是大学校园，斯基林被分配到学生宿舍与其他三个罪犯同住。他后来被转移到科罗拉多州的一所监狱。

斯基林在上诉中似乎迎来一线希望。上诉法院在驳回斯基林的保释请求时认为，涉及斯基林19项罪名中的14项似乎存在一些“严重缺陷”。撤销这14项罪名不会使斯基林免于牢狱之灾，因此斯基林的保释申请遭拒，但斯基林的刑期可能会缩短。斯基林的律师团简单、直接、有力地提出上诉。他们说：“政府控诉中存在重大内在缺陷，不仅正式证据链存在缺口，而且定罪理据也存在疑点，所以检方诉诸新奇但错误的法理，审判程序不完整、不公正，还采用胁迫性和侮辱性手段。”① 被告在上诉书中尖锐地攻击安然专案组，指出：

在本案中，安然专案组过分扭曲证据。专案组阻碍斯基林接触证人和文件，隐瞒有利于辩明无罪的关键证据；并胁迫和威胁证人，达成非法的辩诉

① 参见 *United States v. Skilling*, 06－20885, Opening Brief of Appellant（5th Cir. September 14, 2007）。

协议；同时销毁了可以用来揭露其主要证人安德鲁·法斯托种种矛盾说法的文件。对于法斯托为何提供不利于斯基林的伪证，专案组误导了陪审团。以上的申诉并不是草率的，从专案组卷宗便可看出，这是经由安然专案组最高长官批准的有计划的证据隐匿行为。专案组的这种做法贯穿本案始末，妨碍了斯基林进行充分和公正的辩护。[①]

斯基林在上诉中辩称，政府拒绝向他提供联邦调查局对安德鲁·法斯托的问询记录。法斯托作证时曾说，他在特别会议上与斯基林讨论了“全球银河”协议，但这与问询记录相互矛盾。问询记录据称还包含其他有助于辩明无罪的信息。斯基林的律师曾提出查看联邦调查局记录的请求，但被审判法官西米恩·莱克三世驳回，当时莱克法官审查记录后认为它们属于无害文件。然而，当政府随后根据法院指令出示记录文件时，斯基林的律师指控称，这些文件证实了他们关于法斯托的陈述存在矛盾的说法。

2009 年 1 月 6 日，第五巡回上诉法院作出裁决，维持对斯基林的定罪，但由于刑罚计算方式有误，所以撤销原判，重新判决。上诉法院认为，考虑到媒体对安然事件大肆宣传报道，斯基林有权推定陪审团对他存有偏见。然而，事实上，州地方法院法官曾在仔细询问后确信陪审团没有偏见。

上诉法院还维持了州地方法院关于政府未恐吓证人的裁决。就政府是否不当隐瞒与法斯托达成的私下交易启动新一轮审判的可能性微乎其微，而且上诉法院还驳回了斯基林关于联邦调查局记录的所有主张，但却指出隐瞒记录文件中的某些内容“有问题”。然而，关于采取何种措施的任何议案必须首先提交莱克法官，因此，斯基林不可能收到任何救济。尽管如此，最高法院于 2009 年 10 月 13 日批准斯基林复审的请求，以便对他的定罪进行复审。法院关注到针对公司高管引用的“诚信服务”禁令，法官在口头辩论期间指出，根据政府提出的理据，倘若一名员工请病假去看球赛，就将构成重罪。

最高法院于 2010 年 6 月 25 日作出判决。虽然最高法院内部存在不同意

---

① 参见 *United States v. Skilling*, 06 - 20885, Opening Brief of Appellant (5th Cir. September 14, 2007)。

见，但大部分法官驳回了斯基林认为陪审团存在偏见以及当初应变更审判地点的主张。最高法院认为，“诚信服务”要求仅适用于贿赂或回扣问题，但斯基林案中不存在这些问题。然而，最高法院将案件发回第五巡回法院，由后者决定陪审团当时是否会根据其他依据判定斯基林犯有邮件欺诈罪。大多数法官认为确有理由相信陪审团的判定不会改变。

白露龙

安然事件进展到白露龙（Lou Pai）时似乎有些脱节。白露龙是安然公司高管，他娶了一名脱衣舞娘，并在安然公司崩溃之前意外离职。白露龙售出价值 2.7 亿美元的安然公司股票，用一部分所得在科罗拉多州购置占地 47 万亩的牧场，牧场中还有一座山。目前人们尚不清楚白露龙为何能在安然公司获得如此高额的报酬，但他在安然公司经营的业务却遭受巨额损失。

在一起集体诉讼中，白露龙被指控帮助安然公司其他高管虚增利润，拉高股价，不断引诱新投资者，实施庞氏骗局。诉讼书指称，白露龙因此获得大量安然公司股票作为奖金，并最终高价售出股票。

> 此外，与典型的庞氏骗局一样，这个人造怪物需要更多资金来维系。安然能源服务公司必须通过越来越多的这种欺诈性交易来吸引更多客户，以继续编造虚假财务报告，使业务看似很成功，让投资者继续相信项目正在赚钱，从而前仆后继地投资购入安然公司股票。[①]

尽管白露龙获得巨额报酬，且被指称存在违规行为，但令人惊讶的是，他从未被起诉。在安然丑闻过去很久之后，证券交易委员会（SEC，简称证交会）在 2008 年对白露龙提起民事诉讼。证交会指控称，白露龙在离开安然公司之前不久进行内幕交易，当时他售出 338897 股安然公司股票，还行使股票期权，售出 572818 股股票，获得数百万美元的收益。证交会称，在进行出售股票销售之前，白露龙获悉他任职的零售能源服务事业部在 2001 年第一季度将亏损 6000 万

① 参见 *In re Enron Corp.*，2003 U. S. Dist. LEXIS 7632 (S. D. Texas)。

美元，而不是安然公司第10－Q报表上报的盈利4000万美元。

证交会注意到，白露龙在安然公司股价崩溃之前，于2001年5月和6月售出所持股票，避免了数百万美元的损失。白露龙就诉讼与证交会达成和解，他对证交会的指控不置可否，但同意缴退3150万美元的罚款和非法所得，不过这与他获得的巨额收入相比微不足道。证交会禁止白露龙在五年内担任上市公司高管，好像有人想请他担任似的。

第3节　安然诉讼案汇总

检方成果

美国司法部全美企业欺诈专案组（包括安然专案组）总计对214名首席执行官及总裁、53名首席财务官、23名公司律师和129名公司副总裁成功定罪。绝大部分定罪都是因为被告自己认罪，但因为司法部对被告采用胁迫手段，因此大多数存在疑点。

证交会也利用权力，威逼安然时代丑闻的涉案公司支付罚款和赔偿。截至2008年2月，证交会累计向投资者分配超过35亿美元的罚款，其中大部分通过和解方式取得，但被告对指控未置可否。向投资者分配资金在政府行政体系中成为一项错综复杂的工作，2008年2月，证交会成立特别办公室来处理未来的资金分配。

证交会的罚款存在一个麻烦问题，因为这些民事罚款中，金额最高的都是针对公司本身，要动用股东资金支付，而对违规人员毫无影响，这引起了人们的批评，称证交会因高管违法违规行为而惩罚无辜的公司股东。为此，证交会发布公司惩处指引，规定在确定惩处措施时，要考量违规违法行为是否广泛存在、公司是否从中受益以及公司是否配合调查。证交会使用两个案例对如何应用这项指引予以说明。1998—2000年，迈克菲公司（McAfee）虚增6.2亿美元收益，公司股票因此上涨，公司从中受益，并利用其股票进行收购活动。为此，迈克菲公司被罚5000万美元；相反，另一家公司雅伯利

（Applix）虽然在发行股票时存在欺诈行为，但公司并未从中受益，所以未被处以罚款。

安然公司破产程序

对安然公司及相关银行提起民事诉讼的原告比刑事被告的情况要好，但他们遭遇了一些挫折。到 2008 年 10 月，安然公司债权人已收回资金约占债权总额的 52%，远超最初预期，2009 年又收回一批资金。作为保障安然公司债权人从安然公司破产中收回债权的机构，安然债权人保障公司（Enron Creditors Recovery Corporation）在 2004—2008 年向债权人发放 214 亿美元，此外还持有 45 亿美元作为未决债权的准备金。截至 2009 年 10 月，安然债权人保障公司已为安然公司追回 215 亿美元。

北方天然气公司（Northern Natural Gas）是在安然公司破产后继续运营的安然公司资产之一，其前身是北方内陆天然气公司（Inter North），位于奥马哈市，后与休斯敦天然气公司（Houston Natural Gas）合并组成安然公司。北方天然气公司是一家拥有硬资产的管道公司，达力智公司计划收购安然公司时，曾将其用作注资 25 亿美元的抵押品。肯尼斯·雷在安然公司合并后，将北方天然气总部迁往休斯敦，但安然公司破产后，北方天然气公司被达力智出售。北方天然气最终迁回了奥马哈，现在隶属于巴菲特的美国中部能源控股公司（Mid – American Energy Holdings）。

在安然债权人保障公司提起的诉讼中，有一项和解涉及休斯顿太空人棒球俱乐部（Houston Astros），该俱乐部花费 210 万美元向安然公司购回休斯敦球场的冠名权，但安然公司之前斥资 1 亿美元才获得球场的冠名权，并将其命名为“安然球场”。安然公司外部法律顾问文森·艾尔斯律师事务所为此赔付 3000 万美元，并在破产程序中放弃 400 万美元的债权。

安然债权人保障公司追回的最大数额来自投资银行。[①] 和解金包括 9 家银行支付的 17 亿美元。这些银行参与安然公司表外业务，使得安然公司得以隐

① 作者在诉讼中担任安然债权人保障公司的专家证人。

瞒公司每况愈下的经营状况。摩根大通（JPMorgan Chase）在“超级索赔”诉讼中同意支付3.5亿美元，此外还同意将己方作为债权人的受偿权排在其他债权人之后。由于其他债权人的债权将耗尽所有安然公司财产，这意味着摩根大通放弃了总额为6.6亿美元的债权。

加拿大帝国商业银行（Canadian Imperial Bank of Commerce）支付了2.5亿美元，并同意将己方作为债权人的受偿权排在其他债权人之后。巴克莱银行（Barclays）支付了1.44亿美元，并放弃总额3.1亿美元的债权。瑞士信贷第一波士顿银行赔偿9000万美元以和解债权人的索赔，并放弃对安然公司的3.37亿美元债权。德意志银行（Deutsche Bank）赔付2500万美元，并同意放弃4.16亿美元的债权。多伦多道明银行（Toronto - Dominion Bank）赔付7000万美元；苏格兰皇家银行赔付4180万美元；雷曼兄弟（Lehman Brothers）赔付7000万美元；瑞士银行（UBS）赔付1.15亿美元；美林公司赔付2950万美元。这些机构也同意放弃它们对安然公司财产的债权。

此外，安然债权人保障公司向花旗集团索赔210亿美元，该案定于2008年4月开庭审理。然而，花旗集团只同意赔偿16.6亿美元，并放弃己方在破产中的债权以达成和解。花旗集团还同意对债权人针对部分信贷关联票据提出的与破产索赔相关的索赔进行赔付，但金额不明。

集体诉讼

花旗集团并不情愿与安然债权人保障公司和解，这可能源于曾经被安然公司股东集体起诉的一次经历。该案最终被第五巡回上诉法院撤销，但在此之前，花旗集团赔付了20亿美元的和解金，不过法院要求花旗集团不得追回已赔偿的和解金。最终，在该案被撤销前，安然公司股东在这宗集体诉讼案中，总共获得72亿美元的和解金，创下美国历史证券类集体诉讼最高赔偿额，超过了世界通信公司诉讼案的61亿美元。

本宗安然公司股东集体诉讼案中，赔付大部分和解金的银行都参与了创设表外特殊目的实体，协助安然公司隐瞒日益恶化的财务状况。被告包括花旗集团、摩根大通和加拿大帝国商业银行，它们一共赔偿了66亿美元。加拿

大帝国商业银行针对安然公司的索赔赔付了24亿美元，摩根大通赔付了22亿美元。摩根大通还被单独提起集体诉讼，指控摩根大通设立特殊目的实体与安然公司进行变相贷款交易，但诉讼被纽约联邦地区法院驳回，原告不服提起上诉，但第二巡回上诉法院于2005年1月驳回上诉，维持原判，理由是没有发现被告有欺诈意图。

该宗诉讼案中赔偿原告还包括以下机构：美国银行赔偿6900美元，雷曼兄弟公司赔偿2.225亿美元，安然公司的外部法律顾问凯易律师事务所赔偿1350万美元，多名安然公司董事会成员赔偿1.68亿美元。安达信同意赔偿7250万美元，低于集体诉讼前其提出的7.5亿美元。作为安达信的国际联盟组织，安达信环球也赔付了4000万美元。

美林公司、巴克莱银行和瑞士信贷第一波士顿银行等三家银行拒绝赔偿，案件定于2007年4月开庭。然而，当年3月，第五巡回上诉法院在即将开庭前撤销案件，裁定银行不是导致安然公司破产的欺诈行为的主要参与者。[①] 原告以“共同欺诈责任”作为理据，认为参与安然公司欺诈活动的银行应承担责任，继续提出诉讼。

原告律师请求最高法院推翻上诉法院的裁定。最高法院一度推迟裁决，直到在另一场安然时代会计丑闻诉讼案（该案涉及的查特通信公司同样是由安达信审计）中审理完“共同欺诈责任”问题后，才在2008年1月作出裁决，不予追究“共同欺诈责任”。最高法院认为，投资者必须要在一定程度上依赖于被告的活动，但这却无法实现，因为被告的活动并未对外披露。[②] 最高法院作出裁定后不久，又驳回了关于推翻上诉法院撤销该案的集体诉讼申述。

集体诉讼原告的首席律师是位于圣地亚哥的库夫林—斯托娅—格勒—鲁德曼—罗宾律师事务所（Coughlin Stoia Geller Rudman & Robbins）。该事务所由集体诉讼律师团的负责人威廉·莱瑞奇创立。莱瑞奇在达成上述和解之后

---

① 参见 *Regents of the University of California v. Credit Suisse First Boston (USA) Inc.*, 482 F. 3d 372 (5th Cir. 2007)。

② 参见 *Stoneridge Investment Partners LLC v. Scientific - Atlanta, Inc.*, 2008 U. S. LEXIS 1091 (2008)。

不久，承认向集体诉讼原告支付回扣的重大违法行为。在赔偿金额高达72亿美元的安然公司股东集体诉讼案中，莱瑞奇的律所获得6.68亿美元的律师费，虽然上诉法院作出撤销该案的裁决，但之前已达成的和解赔偿方案不受影响。[①] 集体诉讼原告申请起诉书，增加一条对美林公司、巴克莱银行和瑞士信贷第一波士顿银行的指控，但被地区法院于2009年3月驳回。

达力智公司

为了拯救安然公司，肯尼斯·雷花费11个小时，促成达力智与安然公司合并，然而达力智却单方决定终止合并，对此安然公司提出索赔，达力智同意赔偿2500万美元。此外，达力智也因自身的会计操纵问题被提起集体诉讼，为此赔付4.68亿美元达成和解，另外被证交会罚款300万美元。

达力智财务主管杰米·奥利（Jamie Olis）在联邦调查局探员的一次凌晨突袭中被捕，期间探员用枪指着奥利及其怀孕的妻子。奥利被指控操纵达力智公司账目，以欺骗审计方安达信，使其相信某些借款属于现金流，奥利因此被定罪。地区法院法官西米恩·莱克三世（安然公司高管杰弗里·斯基林曾被他判处长期监禁）判奥利入狱24年，人们普遍认为判罚过重，经上诉后被上诉法院撤销。[②] 莱克法官后来改判奥利入狱6年，奥利服刑5年后被释放。达力智公司在受到政府的起诉威胁后，终止支付奥利的律师费用。陪审团随后发现达力智这种做法违规，判定达力智向奥利的律师支付250万美元的费用。

安然案刑事审判过为苛刻，成功率偏低，这表明政府在起诉方面热情过度。如下一章所述，这种热度在安然时代的其他公诉案件中丝毫未减。

---

① 参见 Kristen Hays, "Law Firm Seeks $ 688 Million for Enron Work",《休斯敦纪事报》，2008年1月8日，第B1版。

② 参见 *United States v. Olis*, 429 F. 3d 540 (5th Cir. 2005)。

第2章 安然时代其他丑闻

第1节 电信业丑闻——余波

背景

随着安然事件的爆发，电信业经历了一场灾难。电信业曾经一度只提供固定电话业务，完全由美国电话电报公司（AT & T）所主导。因为公司创始人名叫亚历山大·格拉汉姆·贝尔（Alexander Graham Bell），所以美国电话电报公司通常被称为“贝尔大妈”（Ma Bell）。1982 年，司法部对这家巨型公司提起反托拉斯诉讼，案件持续近十年，并以美国电话电报公司的解体而告终。根据该案的和解令，美国电话电报公司剥离了七个区域性经营公司，这些公司按要求相互独立经营，被称为“小贝尔公司”（Baby Bells）。

具有讽刺意味的是，美国电话电报公司通过 2005 年和 2006 年的重组活动，合并了四家小贝尔公司，包括于 2006 年 3 月斥资 670 亿美元收购南方贝尔（BellSouth）。合并重组后，美国电话电报公司再次成为美国最大的电信公司。当苹果公司在 2007 年推出苹果手机时，美国电话电报公司成为苹果手机的独家运营商，并获得迅猛发展。然而，2009 年，美国国会和奥巴马政府开始调查这种独家运营及其他无线业务安排是否违反反托拉斯法。

1996年的《电信法》(*Telecommunications Act*)要求本地和长途电信运营商之间开展竞争，希望借此加强行业内的竞争。事实上，在20世纪末，技术进步推动了电信业的发展。手机、有线电视和卫星电视长足发展，互联网不断成长和成功，电信行业呈现爆发式增长。20世纪90年代，为了扩大带宽，光纤电缆已铺设到每个角落，包括海底。美国大地四处矗立着手机信号塔，电信业似乎利润无限。

新电信公司如雨后春笋般涌现，共同在电信市场淘金。然而，相关市场迅速饱和，利润也随经济放缓开始下滑。由于电信公司都是上市公司，公司股价深受金融分析师观点的影响。即使只有一个季度的业绩未能达到分析师的期望，公司股价也会大幅下跌。这通常意味着高管们的股票期权形式薪酬会损失高达数亿美元。

电信高管几乎别无选择，只能通过在账目上做文章去取悦分析师，以确保股价表现正常。然而，由于会计操纵只能维持有限的时间，企业面临的问题最终会浮出水面。随着行业产能出现过剩，以及经济放缓的持续时间和影响深度皆超预期，企业的问题开始暴露。

美国电话电报公司只得重报其2001年和2002年的账目和收益。小贝尔公司之一朗讯科技公司(Lucent)存在更大的问题。朗讯是高速发展的电信公司之一，它受益于电信设备的进步，股价大幅上升。然而，由于与美国电话电报公司分拆相关的会计问题，朗讯未能快速进入电子数据传输领域。随后，它试图通过多宗价格高昂的收购迎头赶上，然而时值产能过剩导致电信业收益狂跌，这些收购也演变成了灾难。

2000年，朗讯宣布业绩达不到分析师预期，其股价应声暴跌。朗讯随后披露，公司曾进行一系列大规模的会计操纵，希望掩盖收益下滑的事实。与安然公司和该时代的其他代表性公司一样，朗讯最终在会计操纵上走到了尽头，只能面对现实。据朗讯披露，它曾通过各种会计操纵掩盖超过200亿美元的损失。1999—2001年，朗讯市值下跌2500亿美元，公司被迫裁员7万多人。

朗讯赔偿6.35亿美元以和解相关集体诉讼，还支付2500万美元以和解证

交会（SEC）的指控，其中包括证交会认为朗讯没有配合调查而追加的金额。然而，2009年5月，联邦地区法院驳回证交会指控朗讯公司高管对会计操纵负有主要责任的案子。法院认为高管并未扮演这种角色，但批准了证交会关于高管扮演协助者和教唆者的指控。普华永道（Price Waterhouse Coopers）是朗讯公司和安然时代其他丑闻涉案公司的会计师，但它不像安达信那么倒霉，它在丑闻事件中全身而退。

在违反《海外反腐败法》（*Foreign Corrupt Practices Act*）的行为被发现之后，朗讯于2007年与证交会和美国司法部（Justice Department）达成另一项和解协议。朗讯从2000年到2003年花费数百万美元招待其他国家政府官员观光旅行315次，这些花费看似与销售有关，但实际上只用于娱乐和游玩，它们与商务无关，只是为了向其他国家政府官员表达善意。朗讯向证交会和司法部支付2500万美元达成和解。

尽管朗讯存在诸多问题，法国公司阿尔卡特（Alcatel）仍在2006年斥资134亿美元收购朗讯。然而，这次收购被证明是一次亏本买卖。2007年第四季度，由于朗讯进一步亏损，阿尔卡特—朗讯账面价值减计36.5亿美元。

奎斯特通讯国际公司（Qwest Communications International）是另一家通过收购发展壮大的巨型电信公司，其收购的公司包括小贝尔公司之一贝尔美国西部公司（U.S. West）。与朗讯一样，由于行业产能过剩以及市场低迷，公司收益受创，奎斯特在2000年和2001年开始大规模账户操纵，在此期间公司账目由安达信审计。证交会对这些会计操纵提出指控，奎斯特为此支付2.5亿美元和解金。同时，奎斯特股价从50美元的高点跌至2.79美元。然而，奎斯特在2006年恢复盈利，并于2007年恢复派发股息。2007年末，奎斯特股价超过每股7美元，但在2009年次贷危机高潮期间，其股价又下跌50%。

七名奎斯特高管因为内幕交易和会计操纵被起诉，其中两名被告在审判后无罪释放，还有四人承认有罪，但没有被判监禁。第七名被告是奎斯特首席执行官约瑟夫·纳奇奥（Joseph Nacchio），他在奎斯特股价因会计丑闻大跌之前，售出自己持有的1亿美元股票，东窗事发后被指控进行内幕交易。纳奇奥辩护称，他掌握的有关政府秘密合同的有利内部信息，是为了弥补业务

方面存在的困难。这个理由并没有说服力。法院裁定纳奇奥有19项罪名成立，判处6年监禁，罚款1900万美元，并向投资者退还5200万美元的内幕交易收益。

纳奇奥对判决提起上诉，认为政府指控他抛出股票所依据的不利信息不具实质性，而且审判法官错误地排除该问题的专家证人——芝加哥大学法学院前任院长丹尼尔·费舍尔（Daniel Fischel）。费舍尔准备作证说，纳奇奥抛出股票与使用内部信息并不吻合。费舍尔不是典型的左翼法学教授，相反，他相当保守，至少在金融问题上很保守。费舍尔写过一本书，强烈谴责时任美国检察官的鲁道夫·朱利亚尼（Rudolph Giuliani）对垃圾债券之王迈克尔·米尔肯（Michael Milken）的起诉。费舍尔指责朱利亚尼参与了“恐怖统治”，并采用了“在共产主义国家屡试不爽的抨击贪婪的反资本主义言辞”。[①]

这并非第一次阻止费舍尔作为专家证人。著名的集体诉讼律师威廉·莱瑞奇曾起诉莱塞康咨询公司（Lexecon），这家公司专门提供专家证人证词，老板就是费舍尔。莱瑞奇指称，莱塞康咨询公司曾编制专家报告，作为准许一家储蓄贷款协会继续经营的依据，但这家协会最终破产，结局令人震惊。结果，莱塞康咨询公司赔偿了70万美元，但费舍尔认为，诉讼只是为了削弱他作为专家证人的可信度。莱瑞奇公司的律师还在其他诉讼中诋毁费舍尔。据称，有一名律师说“那个混蛋死定了，再也不能作证了”。费舍尔对有关诽谤提起诉讼，但他在诉讼中屡遭挫折，直到美国最高法院下令案件在费舍尔的家乡芝加哥审理。陪审团作出一项有罪裁决，要求被告在审理惩罚性赔偿之前先赔偿4500万美元的实际损失。莱瑞奇向费舍尔最终赔付5000万美元，费舍尔坚持要求这笔钱应在他允许本案陪审团解散之前予以支付。

来自科罗拉多州第十巡回上诉法院的三人法官小组准许纳奇奥在等待上诉结果期间保释，这说明法官们认为上诉值得考虑。上诉法院撤销了对纳奇奥的判决（以2:1的结果通过裁定），由于审判法官认为费舍尔的方法站不住脚，因此在判决中将其证词排除在外。但在上诉中，多数法官都注意到，审

---

① 参见 Daniel Fischel, *Payback*。

判法官本可以允许费舍尔向陪审团证明他的方法，然后由检察官在交叉询问中指出其方法存在的缺陷。

上诉法官小组还通过非常措施，禁止审判法官继续参与本案，这种处罚通常仅用于审判法官严重越权的情况。然而，第十巡回上诉法院全部法官表决，以5:4的结果，推翻之前三人法官小组的裁定，纳奇奥于2009年4月14日入狱。纳奇奥对此提出上诉，但最高法院拒绝审议。

然而，纳奇奥在刑罚上诉中运气稍好。第十巡回上诉法院裁定该刑期不当，将案件退回原审法院重审。之后，地区法院将6年刑期减少为仅仅两个月。纳奇奥的代理律师是希恩·伯科威茨，他就是在肯尼斯·雷和杰弗里·斯基林案中的前安然专案组检察官。纳奇奥反对奎斯特赔付4亿美元来和解工会养老基金针对奎斯特会计操纵提起的股东集体诉讼，这一抗辩取得不错的效果。虽然如果纳奇奥被要求赔偿，奎斯特也有义务对其进行补偿，但纳奇奥未被要求参与和解赔偿。后来，第十巡回上诉法院裁定，下级法院错误地允许纳奇奥不参与和解赔偿。[①]

北电

北电网络（Nortel Network）也进行了一系列会计操纵，当公司高管无法继续掩盖每况愈下的财务状况时，公司被迫裁员6万多人。在北电披露它在2000年第四季度亏损190亿美元后，北电股价暴跌90%，追平通用汽车（General Motors）在1992年创下的历史季度最高亏损纪录。这两个纪录将在次贷危机期间，被美国国际集团单季亏损超600亿美元的纪录所超越。但在同时，北电高管却获得25亿美元的股票期权薪酬。北电的会计问题持续数年，公司在2003年或2004年甚至无法提交财务报告。北电2005年报告亏损25.8亿美元，在2006年重报上一年收入，调减8.66亿美元。这是北电三年来的第三次重报。

面对各种针对其会计操纵行为提起的集体诉讼，北电于2006年2月同意

---

① 参见 *New England Healthcare Employees Pension Fund v. Woodruff*, 2008 U.S. App. LEXIS 954 (10th Cir. 2008)。

赔偿24亿美元进行和解。集体诉讼的主要原告是安大略省公共部门雇员工会养老基金（Ontario Public Service Employees Union Pension Fund）和安大略省教师退休基金会理事会（Ontario Teachers' Pension Plan Board）。2008年8月，第二巡回上诉法院支持向密尔伯格—维斯—伯沙德律师事务所（Milberg Weiss & Bershad）支付北电诉讼案追回金额的3%作为律师费。本案和解金额为4.38亿美元现金外加折价7亿多美元的北电普通股股票。在另一宗诉讼案中，集体诉讼原告获得类似的和解金额，但律师费高达8%。

2007年底，北电还同意向证交会支付3500万美元，用于和解对其在2000—2003年的会计操纵提出的指控。证交会同意，将和解资金分发给股东，也就是说，将现有股东给付的资金，补偿给会计操纵期间持有股票的股东。虽然现有股东没有过错，但证交会仍然下达了此命令。事实上，会计违规发生之时，前股东恰恰应当是予以监督的对象。此外，北电还同意定期向证交会报告会计实务整改工作进展情况。

和解方案对北电十分有利，但由于证交会对公司管理人员提起诉讼，他们为此而付出代价。其中，财务总监的一位助理玛丽·安娜·帕哈皮尔（Mary Anne Pahapill）提出控诉，称证交会要求公司“合作”，以便达成有利的和解方案，北电迫于证交会的压力停止为她支付律师费。但在帕哈皮尔失去律师帮助后，她出庭为自己辩护。她同意证交会中止诉讼时效，但她并不知晓这样做对她要承担的责任有何影响。

北电前首席执行官弗兰克·杜恩（Frank A. Dunn）也对北电决定停止为会计丑闻涉案员工支付法律费用提出控诉，但他的麻烦不减反增。加拿大皇家骑警（The Royal Canadian Mounted Police）作为加拿大打击金融和其他犯罪的警察机构，于2008年6月对包括杜恩在内的三名前北电高管提出刑事指控，直指他们在2002年和2003年发生的会计操纵行为中所起到的作用。

北电继续艰难挣扎。2008年第一季度，北电亏损1.38亿美元，同比增加3500万美元。2008年第三季度，北电亏损34.1亿美元，宣布裁员1300人。由于无力偿还债务，北电最终于2009年1月宣布破产，此外还宣布计划裁员3200人。

阿德尔菲亚

阿德尔菲亚通信爆出更大的丑闻。宾夕法尼亚州考德斯波特的里格斯家族（Rigas）将阿德尔菲亚这个有线电视公司发展成行业巨头，公司在 1986 年上市后，里格斯家族继续拥有控制权。里格斯家族利用控制权，与阿德尔菲亚达成了一项"共借"安排，即阿德尔菲亚和里格斯家族可以共享同一信用额度。里格斯家族提取了 23 亿美元用于私人用途，但没有公开披露贷款金额。阿德尔菲亚还在内部调查后发现，里格斯家族成员随意使用公司的公务机，并用公司资产支持其奢侈的生活方式。

2006 年，面对阿德尔菲亚通信针对审计失败提起的索赔，德勤会计师事务所（Deloitte & Touche）同意赔付 2.1 亿美元。三名里格斯家族成员被起诉，包括年届 80 岁且患有癌症的公司创始人约翰·里格斯和他的两个儿子。在一次凌晨突袭中，他们在纽约的公寓中被捕。之后，约翰·里格斯在媒体面前戴着手铐游街示众，纽约公民自由联盟（New York Civil Liberties Union）对此严厉斥责。

里格斯家族成员接受了持续数月的审判。约翰·里格斯和他的儿子蒂莫西（Timothy）被判部分罪名成立。在对约翰另一个儿子迈克尔（Michael）的指控中，陪审团陷入了僵局，因此对迈克尔宣布审判无效。检察官提请对约翰和蒂莫西·里格斯判处 215 年监禁，但法官对约翰和蒂莫西分别判处 15 年和 17 年监禁。这一判罚可能意味着老里格斯会死在监狱里，但是法官给出一个十分费解的方案，即里格斯入狱两年后，如果身体状况极度危险，则可予以释放。为了避免第二次审判，迈克尔承认了一项修改商业记录的罪行，被判处 10 个月的家庭监禁。第二巡回上诉法院在推翻约翰和蒂莫西被定罪的 18 项罪名中的一项后，将案件发回重审。二人刑期最终减少 3 年，分别为 12 年和 17 年。

其他电信公司

卷入会计丑闻的电信公司为数众多，其中包括由加里·韦力克（Gary

Winnick）领导并经安达信审计的环球电讯公司，它炮制了美国历史上的第四大破产事件。环球电讯进行了大规模的账目操纵，但韦力克却逃脱了证交会和司法部的起诉。他还保住了从公司掠夺的财富，总值估计超过10亿美元，这些资金被全部用于一项存在争议的避税投资。韦力克花费9400万美元在加利福尼亚州贝艾尔购买了一处房产，然后深谋远虑地将其余财富慷慨地捐献给两党的政治家，所以政治家对起诉他的兴趣不大。

针对他在环球电讯事件中扮演角色的集体诉讼，韦力克同意赔偿微不足道的3000万美元和解金。这次集体诉讼总计获得约4.5亿美元赔偿，主要来自投资银行家和商业银行，但远不足以弥补公司披露其会计操纵后股东价值缩水的450亿美元。集体诉讼的主要起诉人是俄亥俄州公务员退休基金（Public Employees Retirement System of Ohio）和俄亥俄州教师退休基金（State Teachers Retirement System of Ohio），它们持有的环球电讯股票损失超过1.1亿美元。2003年，环球电讯经过重整，从破产中恢复过来。

世界通信公司

世界通信公司丑闻在所有丑闻中或许最具爆炸性，甚至取代安然公司成为最大的破产公司，直到在次贷危机中被雷曼兄弟公司所超越。世界通信公司倒闭时，年收入300亿美元，拥有6万多名员工。该公司是由伯尼·埃伯斯通过一系列合并整合而成。埃伯斯做过教师、仓库经理和多家汽车旅馆的经营者，后来他对一家折扣长途电话公司（Long Distance Discount Services）进行投资。折扣长途电话公司是一家位于密西西比州的小型长途电话公司，在埃伯斯对其进行重整前，其经营已面临失败。在埃伯斯领导下，该公司进行一系列的收购，最终建成世界通信公司。他收购的最大公司是美国微波通信公司（MCI Communications），其规模是世界通信公司的2.5倍。这次合并是当时史上最大的合并交易。

后来在2000年，埃伯斯试图以1290亿美元收购斯普林特公司（Sprint），但司法部和欧盟以反垄断为由叫停了该项交易。这项决定异常糟糕，因为收购将有助于减轻行业产能过剩问题。若两家公司合并，可降低费用，减少分

支机构，而这些是双方互为对手时不愿意做的。后来，互联网泡沫在当年爆发，两家公司均深陷困境。

2000年10月26日，世界通信公司公布减计6.85亿美元应收账款，问题随后开始暴露。接着，当年第四季度利润将低于预期的盈利预警也随之而来。公司股价急转直下，从1999年的高点下跌75%。世界通信公司在2001年和2002年第一季度均称公司大幅盈利，试图以此支撑股价。然而，公司实际上在亏损，对外声称的盈利来自其实属于隐瞒审计公司安达信进行的会计操纵，而安达信对此视而不见。

到2002年第一季度，世界通信公司在会计操纵上再也无计可施，这时公司很明显已陷入困境。证交会开始调查世界通信公司的会计问题。不久之后，世界通信公司董事会要求埃伯斯辞职。而在此之前，埃伯斯将其持有的世界通信公司股票作为担保从银行获得贷款，但随着股价不断下跌，他又从世界通信公司借款4.08亿美元，用来缴付追加保证金，但埃伯斯的贷款从未公开披露。

世界通信公司股票继续螺旋式下跌。2002年7月21日，世界通信公司宣布破产，1800亿美元股东权益瞬间蒸发。随后的调查显示，世界通信公司在2000年宣称实现46亿美元利润时，实际亏损了489亿美元，而在2001年报告获取21亿美元利润时，实际损失了156亿美元。

世界通信公司紧随安然公司破产，引起媒体和检察官的愤怒。世界通信公司委托进行的内部调查导致埃伯斯及其管理团队覆灭。在证交会提起的诉讼中，法院指定的“公司监察员”被授权对世界通信公司的管理进行监督。这成为安然时代丑闻中最受欢迎的检察需求。公司监察员通常出身于检察官，几乎没有商业经验。世界通信公司的公司监察员是证交会前主席理查德·布里登（Richard Breeden）。

当世界通信公司为埃伯斯提供的借款数额曝光后，引发了一场不利于埃伯斯的媒体风暴。埃伯斯被控犯有欺诈罪，其他几位世界通信公司高管也被控欺诈并承认有罪，包括世界通信公司首席财务官斯科特·沙利文（Scott Sullivan）。虽然沙利文最初称埃伯斯对会计操纵并不知情，但他后来为了与检

察官达成有利的辩诉交易，而改变了说法。作为与联邦检察官“合作”协议的一部分，沙利文在埃伯斯案审判中担任政府的主要证人。

沙利文作证称，在知晓世界通信公司2000年第三季度无法达到分析师预期后，埃伯斯拒绝发布盈利预警。沙利文说，他曾告诉埃伯斯，有必要对收入进行1.33亿美元的违规调整，以掩盖收入下滑的事实。沙利文指证说，埃伯斯当时回应说“我们必须达成目标”。

沙利文还发现，世界通信公司的“线路成本支出”比预期高近10亿美元。沙利文声称，他向埃伯斯汇报了这一情况，但埃伯斯要求他继续调整以达到目标数字。沙利文提出一个线路成本资本化计划，这样就不用把线路成本归为费用，从而减少对收益的影响。然后，大约7.17亿美元的线路成本被资本化。沙利文作证说，他曾跟埃伯斯说这样做“不对”，但埃伯斯并没有反对这种调整，之后还予以批准。沙利文作证说，埃伯斯曾说“我们必须开源节流，但我们必须达到本季度的目标数字”。埃伯斯与金融分析师沟通时，也并未对调整如实相告；相反，埃伯斯说“目前情况良好”，投资者应该“去买股票”。

两名反对调整的世界通信公司员工称，“我们不应该进行调整；我们必须推动公司的经营，我们不应该让投资者处于这种境地”。沙利文作证说，埃伯斯曾向一位反对的员工道歉。此后，世界通信公司降低了盈利预测。然而，世界通信公司依然无法达到分析师调整过的预期，于是为了降低损害，继续违规进行会计调整，以降低线路成本。

随着情况继续恶化，沙利文制订了一个名为“填补缺口”的计划，该计划通过大量会计操作，提高世界通信公司的收入，从而满足其引导市场的声明。沙利文作证说，他向埃伯斯阐述了这些调整。在给埃伯斯的语音邮件中，沙利文将这些调整称为“会计水分”“一次性用品”和“垃圾”。世界通信公司首席运营官罗恩·博蒙特（Ron Beaumont）向世界通信公司董事会简要汇报“填补缺口”计划，一名董事会成员就计划的适当性向沙利文提出质疑。埃伯斯知晓此事后，告诉沙利文和博蒙特，下一次董事会汇报要提高水平，不要再提“填补缺口”。

审判证词还指出，埃伯斯向博蒙特发送一份备忘录，询问他们针对哪方面“必须进行这些一次性操作，才有机会达成目标”。在一次关于线路成本的会议上，埃伯斯说“公司股票是他生命的一部分”，如果股价跌破12美元，他就会破产。世界通信公司的员工此后又将6.10亿美元的线路成本资本化，以实现世界通信公司12%的目标增长率。

为了达成增长目标，公司在2001年第四季度进行了更多操纵。在讨论第四季度业绩的分析师电话会议上（这种电话会议是上市公司管理人员进行的例行会议，旨在阐述季度业绩并解释相关问题），埃伯斯说“我们支持公司的会计工作”，他还在后来的一次电视采访中声称“我们的会计工作非常保守”。然而，世界通信公司很快失控，并陷入破产。

埃伯斯在他的刑事审判中说，他自身缺乏财务知识，对技术知之甚少，这似乎与他担任世界上最先进技术公司之一的领导职务不相称。埃伯斯声称，他经营成功的原因在于他能监督销售人员并整合收购项目。对于沙利文指称他知晓沙利文制订的欺诈性会计计划的证言，埃伯斯予以否认。然而，审理案件的联邦法官芭芭拉·琼斯（Barbara S. Jones）告知陪审员，如果发现埃伯斯对会计欺诈熟视无睹，就可以确定他有罪，即使没有“直接证据”也可定罪。于是，埃伯斯被判有罪，检察官之后请求判处埃伯斯相当于终身监禁的刑期，法官最终如其所愿。

时年63岁并患有心脏病的埃伯斯被判处25年监禁。相比之下，比埃伯斯年轻20岁的沙利文，虽然被地区法院判定为世界通信公司会计欺诈的“设计者”，却仅被判处5年徒刑。与埃伯斯不同，沙利文无法声称自己缺乏会计实务知识。沙利文是注册会计师，非常了解他设计和实施的会计操纵会产生的影响。第二巡回上诉法院维持审判法官对埃伯斯的判决。

埃伯斯在上诉中抗议说，检察官对政府的六名证人给予豁免权，但却拒绝给予潜在辩方证人同等待遇，使得他们拒绝出庭作证，检方这种做法存在违规。这些潜在辩方证人担心，一旦与辩方合作，就可能会被政府起诉。上诉法院承认，给予政府证人豁免权，却拒绝给予辩方证人豁免权，是检察官可以使用的强大工具。尤其是检察官能采取激励手段，例如签发“目标函”，

让辩方证人行使反对自证己罪的权利。但法院的结论是，埃伯斯的律师并未充分证明他们寻求豁免的证人能提供足够的证据，以向陪审团证明埃伯斯无罪。

法院的结论还包括埃伯斯的判罚并非不合理，但埃伯斯认为对他的判罚不应该比沙利文更重。世界通信公司审计长大卫·米尔斯（David Myers）和会计总监布福德·耶茨（Buford Yates）只被判一年零一天的监禁。管理报告主管贝蒂·文森（Betty Vinso）仅被判了五个月监禁，法人实体会计主管特洛·诺尔曼（Troy Norman）被判处三年缓刑。这与埃伯斯获得的判罚形成鲜明的对比。

法院承认："二十五年对于白领罪犯来说属于较长刑期，比许多国家通常对暴力犯罪（包括谋杀或其他严重犯罪，如连环儿童骚扰等）判处的刑期还要长。"但法院指出，根据联邦量刑准则，"上市公司最轻微的欺诈行为最高可判终身监禁"。法院承认这种判罚的危险性，即"即使起诉所依据的证据极不充分，也可能迫使公司高管认罪"。另外，法院还声称，负责更改量刑准则的是国会而非法院，从而在量刑问题上撇清自己。

法院还认为，埃伯斯的行为已超出了"为防止暂时性业务下滑对公司及其员工和股东造成损失而采取的吹捧、激励甚或误导手段"；相反，法院发现，埃伯斯试图创造盈利的假象，以保护自己的个人财产。鉴于这些情况和联邦量刑准则，法院最终认为，对埃伯斯的判罚"严厉，但并非不合理"。[①]

负责审计世界通信公司账目的两名安达信主管合伙人与证交会达成和解。梅尔文·迪克（Melvin Dick）同意在四年内不担任上市公司会计师。迪克的搭档肯尼斯·艾弗利（Kenneth Avery）在2008年4月同意了一项为期三年的执业禁令。这再一次证明，人的贪婪没有止境。同时，证交会内幕交易规则对掌握内幕信息的人来说毫无威慑力，政府指控凡·格林菲尔德（Van D. Greenfield）在世界通信公司和阿德尔菲亚通信的破产委员会任职期间，利用所获内幕消息进行交易，对此他同意和解。

---

① 参见 *United States v. Ebbers*, 458 F. 3d 110 (2d Cir. 2006)。

第 2 节 其他丑闻

南方健康

阿拉巴马州（Alabama）的南方健康上演了安然时代的另一场会计丑闻。公司在 1996—2002 年，向创始人兼董事会主席理查德·斯克鲁希（Richard Scrushy）支付 2.6 亿美元。这笔钱主要采用股票期权形式，并因南方健康的大规模会计操纵而大幅升值。公司通过该会计操纵，虚增 27 亿美元资产和收益，后来南方健康赔偿 4.45 亿美元以和解由此引发的集体诉讼。南方健康与司法部达成暂缓起诉协议，支付了 300 万美元，还向证交会支付 1 亿美元。南方健康的审计单位安永会计师事务所同意赔偿 1.09 亿美元，以和解其审计工作引发的集体诉讼。

南方健康 15 名高管承认了对他们的刑事指控，其中包括 5 名任职超过 15 年的首席财务官。地区法院对被告判罚相当宽松。然而，第十一巡回上诉法院认为，地区法院没有对南方健康前首席财务官马尔科姆·麦克维（Malcolm McVay）判处监禁是一个错误。因此麦克维之后被判处 6 个月的家庭软禁。另一位首席财务官麦克·马丁（Mike Martin）经历了三次改判。第一次没被判罚监禁，第二次仅被判罚入狱一个星期，而第三次被判处了更长的三年刑期。

举报人威斯顿·史密斯（Weston Smith）获得本案最严厉的判罚之一，他被判入狱 27 个月。南方健康的两位高管经陪审团审理后被判无罪。南方健康副总裁汉尼博·克鲁普勒（Hannibal Crumpler），是唯一因涉及会计操纵而被陪审团定罪的人。他被判处 8 年监禁。

斯克鲁希被政府起诉，但是他在法庭内外都奋力抗争，还通过宣传造势，将自己描绘成弱势群体的朋友。经过一个月的审理后，陪审团取消对斯克鲁希的所有指控，将其无罪释放。虽然南方健康首席财务官作为政府的举报人提供了磁带录音，但仍未能诱使斯克鲁希承认其知晓公司的欺诈行为。政府还试图通过揭露斯克鲁希富裕的生活，使陪审团对其产生偏见，但这一努力

以失败告终。检察官试图引证安然丑闻，但被审判法官否决，因为斯克鲁希与安然公司毫无关系。斯克鲁希最终被无罪释放，但后来他同意向证交会支付 8100 万美元，以和解针对他参与南方健康会计操纵提出的索赔。

斯克鲁希在等待审判期间，通过营造对自己有利的宣传，积极影响陪审团，成功地转败为胜。他在自己主持的脱口秀节目中，采访了多位被媒体吐槽嘲弄的人士。在一次节目中，他采访了法官穆尔（R. M. Moore），穆尔因在法院内陈列刻有十诫（Ten Commandments）内容的雕塑，而被免除阿拉巴马州法官职务。斯克鲁希还加入伯明翰一个地区的黑人教会，本案陪审团就将选自该地区。在斯克鲁希被宣判无罪后，他坚持在安德鲁·法斯托作证时，出席安然公司高管肯尼斯·雷和杰弗里·斯基林的庭审。斯克鲁希将法斯托比作那些曾经指证他但没有成功的公司高管。斯克鲁希出席庭审的举动和其他声明似乎是在向检察官挑衅。

检察官最初计划对斯克鲁希的判决结果提出上诉，但斯克鲁希的律师提醒他们，宪法禁止二重起诉，于是检察官放弃了上诉计划。然而，检察官不断地在其他问题上起诉斯克鲁希，并最终对他和阿拉巴马州前州长唐·西格尔曼（Don Siegelman）提出有关贿赂的指控。涉案各方开始一场混战。检方曾起诉二人，但都铩羽而归，这次可谓“一箭双雕”的报复性起诉。

之前，在 2004 年，司法部因西格尔曼涉嫌围标对其提出欺诈指控。在陪审团就位后，法官排除了政府计划提供的大部分证词，随后阿拉巴马州北区美国检察官办公室撤销了指控。法官严厉斥责了提起诉讼的检察官。作为民主党人的西格尔曼将整个过程称为“极其恶劣的共和党手段”。与以往一样，蔑视只能激怒检察官，刺激他们提出更多起诉。

针对斯克鲁希和西格尔曼的指控非常暧昧，并且极其荒谬。检方指称，斯克鲁希捐献总额 50 万美元的竞选活动资金，以进入为阿拉巴马州医院发放许可的需求认证委员会（Alabama Certificate of Need Board）任职。这些资金用于偿还西格尔曼在竞选活动中，为了提高阿拉巴马州教育质量开展筹资活动，而对阿拉巴马州彩票基金会（Alabama Lottery Foundation）和阿拉巴马州教育基金会（Alabama Education Foundation）欠下的债务。从表面上看，提升

教育质量是许多州已经开始实施的有益事业。

西格尔曼的律师指出，对于备受瞩目的选任职位，每名候选人都会采取同样的做法——以政治捐款换取任命。事实上，倘若这种做法构成犯罪，在热门地区大使馆任职的人员都会特别适合被起诉。毕竟，富兰克林·罗斯福（Franklin Roosevelt）并不是因为约瑟夫·肯尼迪（Joseph P. Kennedy）的地缘政治技能出色而将其任命到圣詹姆斯法院，而肯尼迪被任命为证交会第一任主席也不是其商业道德使然。这种行为通常被视为权术，但安然时代除外，特别是在政府对斯克鲁希和西格尔曼案审判中遭受两次重创之后。

斯克鲁希案件还有其他一些软肋，尤其是斯克鲁希曾在三个前主管部门的许可委员会任职，这表明他拥有该职位的工作经验。检方还称，如果债务没有还清，西格尔曼本人将承担还债责任，但这种情况几乎不可能出现。

在斯克鲁希和西格尔曼拒绝认罪后，政府提出新的起诉，增加了更多指控，这次的起诉对象还包括两名西格尔曼的州长办公室助手。检察官显然希望这些助手会攻击西格尔曼，但他们保持了忠诚，二人接受了审判并被无罪释放。斯克鲁希和西格尔曼的情况却有些不妙。审判法官曾两次命令陷入僵局的陪审团继续审议，最终陪审团作出有罪判决。审判法官的这种"艾伦指示"（Allen charge）往往会让陪审员相信法官认为定罪是适当的。起诉书指控斯克鲁希和西格尔曼剥夺了阿拉巴马州获得州长"诚信"服务的权利，这与安然专案组采用的理由如出一辙，以此定罪判决广受诟病。

审判法官判处斯克鲁希和西格尔曼六年多监禁，并拒绝准予二人在等待上诉期间保释。被告对拒绝保释提起上诉，第十一巡回上诉法院要求地区法院提供拒绝保释的理由。审判法官随后阐明理由，并提出对于推翻定罪的上诉，缺乏实质性问题。上诉法院持不同意见，认为西格尔曼的上诉提出了"实质性问题"，并于2008年3月27日，准予他在等待上诉期间保释，这时西格尔曼已被关押9个月。

上诉法院维持了对西格尔曼贿赂罪的定罪，但"诚信服务"指控被驳回，并责令重新判决。尽管西格尔曼此前仅被判处6年监禁，并且某些指控在上诉时也被驳回，但检察官仍提请对希尔格曼判处20年监禁。

西格尔曼案一时间成为了政治争论的中心。民主党（The Democratic Party）声称，司法部起诉西格尔曼和解雇多名美国检察官一样，背后充满政治动机。包括几位共和党人在内的四十四名州检察长共同签署了一份请愿书，要求国会调查对西格尔曼的起诉。众议院司法委员会（The House Judiciary Committee）要求将西格尔曼带到华盛顿，让他证明之所以自己被起诉——是因为他作为民主党候选人在阿拉巴马州深受欢迎。司法委员会发言人称，有必要让西格尔曼作此证明，因为司法委员会对西格尔曼的主张进行调查时，司法部曾拒绝配合。

司法委员会给时任司法部长的阿尔韦托·冈萨雷斯（Alberto R. Gonzales）的一封信中称：

阿拉巴马州共和党检察官吉尔·辛普森（Jill Simpso）曾在西格尔曼2002年的共和党对手手下工作，他在2007年5月作证称，卡尔·罗夫（Karl Rove）（乔治·沃克·布什总统的政治顾问）的一名前亲信在2002年对一小群共和党政治顾问说，卡尔·罗夫和两名阿拉巴马州检察官正在努力“照顾”西格尔曼先生。罗夫的亲信比尔·加奈利（Bill Canary）的妻子萝拉·加奈利（Leura Canary）在2001年被布什总统任命为阿拉巴马州中区的美国检察官。2005年，阿拉巴马州中区的美国检察官办公室起诉西格尔曼先生（加奈利女士在2002年请求回避西格尔曼案）。辛普森的证词称，加奈利告诉她和两名同事，“卡尔·罗夫已与司法部进行沟通，司法部已经起诉西格尔曼”。辛普森女士提到的通话发生在2002年11月，当时西格尔曼先生在败选后要求重新计票，而且共和党顾问担心西格尔曼会在未来选举中构成重大的政治威胁①。

随着争论四起，冈萨雷斯和罗夫均离开了政府。2008年2月，《60分钟》报道西格尔曼被诉案，事件进一步升级。几个月后，罗夫被传唤到众议院司法委员会对其在西格尔曼被诉案中所起的作用提供证词。他最初拒绝作证，

① 参见 Letter from John Conyers, Jr. , et al. to Alberto R. Gonzales。

但后来同意作证，并称自己没有实质性地参与任何美国检察官丑闻。曾被提名最高法院候选人并担任布什总统白宫助理的哈里特·迈尔斯（Harriet E. Miers）也同意作证。

据透露，阿拉巴马州检察官萝拉·加奈利在她声称回避案件之后，仍继续参与起诉西格尔曼，这在2008年11月引发更多的争论。据说，一些陪审员还在审判期间相互发送短信，甚至在审判中向控方传递纸条，询问某位联邦调查局探员的婚姻状况。然而，上诉法院驳回了有关干预陪审团的指控。

第十一巡回上诉法院支持对斯克鲁希和西格尔曼的判决。然而，2010年6月，最高法院命令第十一巡回法院依据最高法院对安然公司杰弗里·斯基林案的裁决，重新检视斯克鲁希和西格尔曼案的判决。斯基林案裁决认为，邮件和电信欺诈法令中的“诚信服务”禁令仅适用于贿赂和回扣行为。虽然上诉法院驳回对西格尔曼的“诚信服务”指控，但也需考虑审判法官给陪审团的指示是否对其他指控产生了影响或使陪审团感到困惑。

斯克鲁希拒绝在其南方健康案的刑事审判中作证，但在代表南方健康股东提起的诉讼中他被迫作证。斯克鲁希否认自己知晓任何会计操纵，但陪审团并不认同，并判他赔偿28.8亿美元。

泰科国际

泰科国际（Tyco International）是安然时代最著名的丑闻之一，泰科国际首席执行官丹尼斯·科兹洛夫斯基（Dennis Kozlowski）身陷其中。审计师出身的科兹洛夫斯基在20世纪90年代通过数百起收购（很多交易额高达数十亿美元），将泰科建成一个多元化集团。2001年，泰科拥有超过27万名员工，财报年收入360亿美元。由于在收购交易上取得的成功，科兹洛夫斯基被比作企业界的“贝比·鲁斯”（Babe Ruth）。然而，有关泰科会计程序的问题开始涌现，进入21世纪后，公司股价开始下跌。

2002年6月，科兹洛夫斯基因在购买1300万美元的艺术品时偷逃纽约州销售税而被起诉，起诉消息公开后，泰科丑闻开始浮出水面。泰科在第五大道购置一间公寓供科兹洛夫斯基个人使用，科兹洛夫斯基购买艺术品来装饰

这间公寓。此项起诉有些异常，因为通常是卖方负责支付销售税，而非买方。科兹洛夫斯基被起诉后，泰科展开内部调查，结果表明科兹洛夫斯基滥用泰科资金，其随后辞职离开。调查发现，科兹洛夫斯基公寓内家具十分奢华，一副浴帘就花费6000美元，他还使用210万美元的泰科资金，在撒丁岛为妻子举办生日派对。

科兹洛夫斯基拒绝认罪，政府新增了起诉罪名，指控他和另一名泰科高管马克·施瓦茨（Mark Swartz）在未获董事会批准的情况下，以奖金形式窃取1.7亿美元的公司资金。泰科总法律顾问马克·贝尼克（Mark Belnick）也被指控未能在一份要求披露非常规交易的内部文件（高管及董事调查问卷）中正确披露泰科提供给他的借款。

对科兹洛夫斯基和施瓦茨的审判持续了6个月，一名陪审员（“第四号陪审员”，后来确定是鲁斯·乔丹）拒绝投票赞成定罪，审判宣告无效。乔丹遭到媒体的嘲弄。在重审中，当另一名被孤立的陪审员屈服于定罪压力后，科兹洛夫斯基和施瓦茨被最终定罪。58岁的科兹洛夫斯基获刑8～25年，他之后同意支付2120万美元，以和解偷逃销售税指控。此外，法院令他再支付1.67亿美元，作为掠夺泰科罪行的罚款与赔偿。科兹洛夫斯基的妻子凯伦在他入狱后，起诉与他离婚，并谋求分得科兹洛夫斯基留下的大部分资产。科兹洛夫斯基与她达成和解，并据此售出他们位于佛罗里达州博卡拉顿的价值1900万美元的豪宅。其妻子在离婚诉讼期间一直住在那里。

新福克斯商业新闻频道（FOX Business News）的主持人尼尔·卡夫托（Neil Cavuto）于2007年11月在监狱进行一次长时间的电视采访，科兹洛夫斯基重新回到公众的视野。科兹洛夫斯基说，他在监狱的工作不再是管理泰科这样的财富500强公司，而是管理“洗衣房”。他承认很后悔，撒丁岛派对“太过分了”，但声称，当他看到雇用模特穿着轻薄的罗马长袍穿行于派对之中时，他感到非常吃惊。

2008年3月19日，科兹洛夫斯基的身影再次出现在电视上——美国CNBC频道播放了一个关于他领导泰科的节目。这档被称为“美国贪婪”的节目重播了撒丁岛的长袍聚会场面和臭名昭著的浴帘照片。第四号陪审员——

曾担任教师的法学院研究生，接受了较长时间的采访，她似乎并不是新闻界曾描绘的不稳定人物。科兹洛夫斯基也接受了采访，但表现略有沮丧，这可能是因为他针对定罪提出的上诉刚刚被驳回。2008年10月16日，纽约最高法院批准对他的定罪判决；2009年6月，美国最高法院驳回判决复议申请。

陪审团宣布马克·贝尼克无罪。随后，他同意归还被指控不当隐瞒的1400万美元贷款，以了结证交会提出的指控。此外，他还被禁止在5年内担任上市公司高管或董事。证交会针对另一位前泰科高管理查德·鲍威尔（Richard Power）在公司金融欺诈中所起的作用提起诉讼，鲍威尔提出撤销案件的申请，但被联邦法院驳回。此外，法院还驳回有关证交会起诉已超过5年的联邦法定时效的主张。证交会指控的行为发生在1999年，但直到2006年才提起诉讼。

2007年，普华永道赔付2.25亿美元以和解针对其泰科审计工作提出的索赔。2006年4月，泰科向证交会支付5000万美元，以和解对其在科兹洛夫斯基任期内实施会计操纵的指控。泰科还赔付32亿美元和解针对其会计舞弊行为提起的集体诉讼。集体诉讼律所为密尔伯格—维斯律师事务所（Milberg Weiss），它从中获得1.2亿美元的律师费。

对美林公司提起的集体诉讼指称，美林公司分析师杨潘（Phua Young）因与科兹洛夫斯基关系密切、交情甚好，而出具有关泰科的误导性虚假金融分析师报告。两人曾互赠葡萄酒和香槟礼物，杨潘还获准乘坐泰科的公务机。有些奇怪的是，科兹洛夫斯基曾使用泰科资金雇用从事私人调查的克罗顾问公司（Kroll Associates）调查杨潘的未婚妻。科兹洛夫斯基在聘请杨潘后，美林公司得以担任泰科21亿美元债券发行的主承销商。该起集体诉讼可能涉及超过60万名投资者，但美林公司仅赔付490万美元便达成和解，法官注意到这个案件非常薄弱。这笔和解金可能还包括杨潘在美林公司的一年工资。杨潘没有完全逃脱制裁，全国证券交易商协会（National Association of Securities Dealer，NASD）在泰科爆出丑闻后，作出停止杨潘在证券业执业一年的处罚。

胜腾集团与美国在线

安然公司倒闭已有五年多，但同时代的其他会计丑闻还未结束。其中一

桩丑闻先于安然事件爆出——胜腾集团（Cendant）被曝大幅虚增资产和虚增5亿多美元的收入。前董事长华尔特·福布斯（Walter Forbes）因在公司披露会计问题之前，抛出1100万美元的胜腾股票，被控内幕交易。福布斯称，他对会计操纵一无所知。会计操纵披露导致公司股票价值缩水140亿美元。

福布斯被审判了三次。在前两次审判中，陪审团都陷入僵局，这说明案情并不简单。然而，联邦检察官对他进行了第三次审判，并最终将其定罪。福布斯被判处12年多的监禁，还被责令归还30亿美元。与安然时代被定罪的其他人相比，64岁的福布斯似乎判得并不重。第二巡回上诉法院支持对福布斯的定罪和判决，他认为原审法院拒绝向被告打算传唤出庭作证的证人（前任首席财务官）授予豁免权属错误做法，上诉法院驳回了他的主张。在驳回这一主张时，上诉法院援引了埃伯斯案的裁决。[①]

胜腾集团副董事长柯克·谢尔顿（E. Kirk Shelton）因在公司会计操作中所起的作用而被判有罪，在其提起上述后，上诉法院维持原判。他被判处10年监禁，与福布斯一样，同样被责令归还30多亿美元。安永同意向胜腾集团赔偿3亿美元，以和解对其审计工作提出的索赔。安永会计师事务所此前还赔付3.35亿美元以和解胜腾股东对其审计工作提出的索赔。胜腾集团本身也赔付35亿美元以和解股东提出的索赔。

胜腾集团是住房超市（Homestore）的最大股东。住房超市在美国在线时代华纳（AOL Time Warner）的协助下，通过循环交易操纵会计记录，虚增两家公司的收入。第九巡回上诉法院撤销对住房超市前首席执行官斯图尔特·伍尔夫（Stuart Wolff）的有罪判决，因为上诉法院发现，地区法院法官本身持有美国在线的股票，应该申请回避该案。住房超市的其他10名高管承认对其的刑事指控，但他们获刑相对较轻，最长刑期仅为1年监禁加6个月家庭软禁。美国在线时代华纳同意赔偿650万美元以和解住房超市针对上述会计行为提起的诉讼。

美国在线时代华纳与采购专家网站（PurchasePro. Com）之间也存在类似

① 参见 *United States v. Forbes*, 249 Fed. Appx. 233 (2d cir. 2007)。

情况，后者的三名高管承认对其的刑事指控。另有三名采购专家网站高管在审判中被判无罪，而对第四名高管的指控则被撤销。两名前美国在线员工也被控参与会计操纵，但被判无罪。之后，联邦检察官集中火力对准采购专家网站首席执行官兼创始人小查尔斯·约翰逊（Charles E. Johnson Jr.）。经过三个星期的证据提交与质证后，法庭宣布审判无效，因为法庭发现约翰逊向政府出示的电子邮件是约翰逊伪造来弱化政府指控的。约翰逊的律师（曾担任莫妮卡·莱温斯基的律师）退出本案，新律师取而代之，新律师曾经是詹姆士·辛普森（O. J. Simpson）案众多辩护律师之一。

检方针对上述伪造行为对约翰逊提出进一步的指控。约翰逊称，他伪造邮件是与其律师开玩笑，邮件混入向政府提交的文件中，纯属失误。之后，法庭根据对约翰逊的指控，作出有罪判决，约翰逊被判 9 年监禁。地区法院还强制执行证交会对约翰逊的处罚，永久性禁止他担任上市公司高管，并处 300 万美元罚款。

一些采购专家网站被告称联邦检察官自身存在违规行为。证交会试图通过同时提起民事诉讼和刑事诉讼，夹击采购专家网站。然而，审判本案的联邦地区法院法官认为，证交会对待与其签署合作协议的证人的方式“极其有问题”，故而对证交会给予严厉批评。法官认为，证交会阻止约翰逊的律师撤换同意与证交会合作的高管证人，如此约翰逊就无法在刑事审判之前，通过询问这些高管证人的证词，来制定辩护理由。证交会故意推迟为这些证人申请豁免权，或要求他们根据合作协议不予作证。法官说，证交会和司法部都未能“直接、坦诚和有诚意地”进行诉讼。[①]

证交会提请判处其中一位高管克里斯托弗·本尼奥（Christopher Benyo）永久性禁止担任上市公司高管，但地区法院予以驳回。法院针对证交会对他提出的四项指控之一，作出有罪判决，但法院指出，证交会提请的处罚并不适当，与涉案行为并不相称，甚至非常“愚蠢”。

美国在线时代华纳于 2005 年向证交会支付 3 亿美元以和解对其虚增收入

① 参见 *SEC v. Johnson*, Civ. No. 05 - 36 (D. D. C. December 5, 2007)。

的指控。证交会继续对参与会计操纵的美国在线高管提起诉讼。2008 年 5 月，证交会针对美国在线于 2000 年虚增 10 亿多美元在线广告收入的行为，对八名前美国在线高管提出欺诈指控。收入虚增大约发生在美国在线计划与时代华纳合并之际。四名被告与证交会达成和解，但对其指控均未置可否。他们同意支付 75 万～400 万美元的罚款。其中两名被告分别被禁止在 7 年和 10 年内担任上市公司董事。美国在线前首席财务官约瑟夫·瑞普（Joseph A. Ripp）等四名被告发誓对证交会的指控进行抗争。具有讽刺意味的是，瑞普曾经向司法部举报，称其发现采购专家网站和住房超市存在欺诈行为，并采取措施予以阻止。

在另一个案件中，联邦地区法院因证交会和联邦调查局的不当行为，驳回对菲力尔系统公司（FLIR Systems）三名高管的刑事指控。被告被指控通过一系列虚假收入操作和会计行为来虚增公司收入。在驳回指控时，地区法院发现，联邦调查局违规使用证交会的民事调查来收集刑事指控信息。检察官怀疑，目标人物如果意识到正在被刑事调查，就不会合作。[1] 第九巡回上诉法院撤销对起诉的驳回决定，认为联邦调查局可以这样做。[2]

冠群电脑国际

冠群电脑国际［Computer Associates International，后来先后更名为冠群（CA）和冠群国际］是另一场大规模会计欺诈的核心。冠群电脑在 2000—2001 年将 20 多亿美元的预计收入登记入账。公司首席执行官王嘉廉（Charles Wang）从公司获得 7 亿美元薪酬，他在会计问题浮出水面前退休。人们将会计欺诈归咎于王嘉廉的继任者桑加·库玛尔（Sanjay Kumar）。库玛尔承认刑事指控，被判 12 年监禁。库玛尔最初被要求返还 10.2 亿美元，但经过谈判后降至 5200 万美元，他提前付清该款项。王嘉廉没有受到刑事指控，而且由于公司赔偿和解了股东提出的索赔，也没有被股东提起诉讼。然而，冠群对和解方案存有异议，并威胁要对王嘉廉提出诉讼。

---

① 参见 *United States v. Stringer*, 408 F. Supp. 2d 1083 (D. Ore. 2006)。

② 参见 *United States v. Stringer*, 2008 WL 901563 (9th Cir. 2008)。

在丑闻曝光很长时间之后，冠群还在努力整改会计工作。2006年6月，冠群宣布推迟公布年度报告，并将重报其上一年度第三季度的业绩。不过，冠群在2007年确实有几个季度实现了盈利。

杂货店会计

多家连锁杂货店和杂货批发经销商也在安然时代遭遇会计问题。这些公司包括克罗格（Kroger）、康尼格拉食品（ConAgra Foods）和两洋茶业（A&P）。2008年10月，东海岸一家超市运营商宾州汇通公司（Penn Traffi）同意和解证交会针对其在2001年中至2004年间提前确认促销折让虚增营运收入的行为提出的指控。一起较大的杂货公司丑闻涉及皇家阿霍德集团（Royal Ahold）。这家荷兰公司拥有的杂货店遍布世界各地，包括美国的庇隆超市（Bi-Lo）、疯狂购（Stop & Shop）和托普斯（Top）。皇家阿霍德实施账户操纵，并被迫承认未披露2002年亏损的14.1亿美元损失。法院随后同意皇家阿霍德赔偿11亿美元以和解针对其会计操纵提起的集体诉讼。皇家阿霍德两名高管塞斯·范德胡芬（Cees van der Hoeven）和迈克尔·穆尔斯（Michel Meurs）因公司会计操纵被荷兰法庭判处欺诈罪名成立，他们均被处以29万美元罚款，但未被判处监禁。皇家阿霍德于2007年恢复盈利，2008年初甚至宣布派息。

最大的一起杂货店丑闻来自帕玛拉特金融集团（Parmalat Finanziaria），这家意大利公司的资产遭受创始人的掠夺，最终确定损失约200亿美元。意大利法院对55名被告提起诉讼，审判定于2008年3月开始，预计至少持续三年。花旗集团、摩根士丹利（Morgan Stanley）、美国银行（Bank of America）、瑞士银行和德意志银行分别被起诉操纵帕玛拉特股价。此外，公司的审计师和律师也被提起诉讼。

帕玛拉特对花旗集团提出一系列索赔要求，其中多项索赔要求被新泽西州法院法官驳回。案件在新泽西州经由陪审团审理后，陪审团判定花旗集团对帕玛拉特提出的剩余索赔要求不承担责任，还命令帕玛拉特赔偿花旗集团3.64亿美元。纽约联邦地区法院于2008年8月驳回帕玛拉特对美国银行和花

旗集团提出的证券欺诈指控。2009 年 9 月，针对美国银行提起的集体诉讼被驳回，针对帕玛拉特的审计师致同会计师事务所（Grant Thornto）提出的诉讼也被驳回。帕玛拉特同意赔偿4000 万美元以和解本公司股东提出的索赔。公司还达成其他一些和解方案，其中包括与裕信银行的 4. 75 亿美元和解方案。

制药公司

百时美施贵宝（Bristol-Myers-Squibb）首席财务官弗雷德里克·席夫（Frederick S. Schiff）被指控通过“渠道填充”为公司虚增 5 亿多美元的收入。席夫的做法是使用奖励手段要求分销商压货，从而确保公司满足分析师的预测。由于检察官多次修改认定被告有责任的依据，审判法官下达限制政府证据的命令，检方遭遇挫折。政府发誓要对这一裁决提出上诉，但第三巡回上诉法院维持原判。

百时美施贵宝之前签署一项暂缓起诉协议，并支付 3 亿美元的罚金。公司还针对集体诉讼索赔赔付约 5 亿美元。在另一个案件中，制药业巨头葛兰素史克（GlaxoSmithKline）同意支付 34 亿美元以和解联邦税务总署（IRS）提出的税款申索。联邦税务总署指控葛兰素史克在对与关联实体的交易进行会计处理时，通过违规会计手段，减少纳税额。这种“转让定价”方案司空见惯，但这是与联邦税务总署达成的史上最大额税务争议和解方案。

康拉德·布莱克

还有另一起安然时代丑闻涉及英国康拉德·布莱克勋爵（Conrad Black）及其名下多家报纸，包括《芝加哥太阳时报》（*Chicago Sun-Times*）、伦敦《每日电讯报》（*Daily Telegraph*）和《耶路撒冷邮报》（*Jerusalem Post*）。证交会对布莱克掠夺这些报纸的控股公司霍林格国际的行为提出指控。理查德·布雷登被证交会任命为霍林格国际的“公司监察员”，他发表了一份针对霍林格的“内部调查”报告，内容涉及布莱克过度使用公司资金。报告披露的信息显示，布莱克勋爵曾在纽约青蛙餐厅（La Grenouille）为他妻子举办一场奢华的生日庆祝晚宴，晚宴上 80 位名流贵客享用白鲟鱼子酱和 69 瓶昂贵的葡

萄酒。布莱克勋爵还花2.8万美元为前国务卿亨利·基辛格（Henry Kissinge）举办晚宴。虽然这些花销对霍林格国际不过九牛一毛，但这些事却成为引发轰动的头条新闻。布雷登还指控布莱克勋爵及其副手大卫·拉德勒（F. David Radler）侵吞霍林格国际4亿美元。证交会就此提出8500万美元的索赔额，金额虽然不高，但仍十分可观。2008年4月，霍林格同意向证交会支付2100万美元以和解有关其会计问题的索赔。

布莱克勋爵是一部题为《公民布莱克》（*Citizen Black*）的“纪录片”主角。该片与其说是纪录片，不如称为恶搞片。毫无悬念，布莱克成为刑事调查的目标，美国检察官办公室在芝加哥对其提起诉讼。布莱克被指控向霍林格国际旗下报纸收购方收取款项，侵吞霍林格国际的资产。据称，收购方支付这些款项，是为了与布莱克达成不与报纸新所有人竞争的协议，检察官称这纸协议毫无用处。

检察官成功“策反”拉德勒指证布莱克。审判法官艾米·圣·艾华（Amy St. Eve）试图向陪审团发出“鸵鸟”指示，准许陪审团在发现布莱克有意避免或故意忽略欺诈证据的情况下对布莱克定罪，希望借此帮助检察官。换句话说，布莱克即使没有欺诈行为，但只要知道存在欺诈或视而不见，便可被定罪。这一策略仅取得局部成功。经过四个月的审判后，陪审团判定针对布莱克提出的最严重指控不成立。然而，布莱克被判犯有邮件和电信欺诈行为，因为他侵占公司约600万美元的资产，造成公司无法提供“诚信服务”，但这一数额远远低于检方的诉求。

检方向陪审团展示了一段录像，录像中，布莱克从办公室搬出一些箱子装到自己的车上。随后，布莱克因企图销毁某些霍林格文件，被判妨碍司法公正罪名成立。布莱克的律师称，这并不属于妨碍司法公正，因为在布莱克被免去霍林格的职务后，这些文件便被删除，而且布莱克并未回避霍林格的人事安保摄像机。

侵占公司资产的中心人物拉德勒指证布莱克的罪行，他因此得到好处，仅被判处相对较轻的29个月监禁和25万美元罚款。拉德勒还被命令归还数百万美元赃款。另外三个霍林格高管与布莱克一同被定罪。霍林格的前总法

律顾问马克·基普尼斯（Mark Kipnis），仅被判处六个月家庭软禁。审判法官对布莱克作出更严厉的判罚——监禁六年半，并且在上诉期间不准保释。

2008年3月3日，63岁的布莱克在妻子芭芭拉·艾梅尔（Barbara Am）的陪同下，到佛罗里达州科尔曼的监狱报到服刑。与此同时，布莱克的恶名也波及其家人。他的儿子因一起轻微肇事逃逸被捕，而且登上了全世界的新闻头条。康拉德·布莱克似乎坦然接受这一切。他在等待审判期间，撰写和发表了关于理查德·尼克松（Richard Nixon）的长篇传记。[①] 布莱克在书中回顾了尼克松在"水门事件"中的法律问题以及政府在刑事程序中对付尼克松同事的手段，布莱克的描述可谓精准：

> 美国检察系统鼓励采用唆使或胁迫手段获得伪证或至少主动交代，以实现对涉嫌违法的机构的高级职员进行指控的目的。政府通过威胁、经济钳制和从宽处罚等手段达成辩诉交易，让低级职员指证高级职员……整个过程充满"认罪供词"，辩诉者自我揭发，一如斯大林公开审判秀上遭虐待的受害者。[②]

当时发行《芝加哥太阳时报》的太阳时报媒体集团（Sun - Times Media）受康拉德·布莱克的连累，被政府提出5.1亿美元的税款申索，2009年3月，太阳时报媒体集团宣布破产。在此之前，该集团已花费约1.18亿美元，为受集体诉讼的布莱克及其他高管和其他被告进行辩护。

美国最高法院同意复议对布莱克勋爵和安然公司前首席执行官杰弗里·斯基林的邮件和电信欺诈定罪。最高法院裁决针对政府在邮件和电信欺诈法规中广泛应用的"诚信服务"禁令进行复议，并于2010年6月裁定，"诚信服务"指控仅限于贿赂和回扣行为，并将布莱克案发回上诉法院，重新审理对布莱克的定罪是否有其他支撑理由。上诉法院后来撤销了对布莱克的两项欺诈罪判决，但维持另外两项罪名。

---

① 参见 Conrad Black, *A Life in Full*。

② 参见 Conrad Black, *A Life in Full*，第995页。

凯玛特

在安然危机期间，凯玛特（Kmart）于2002年1月22日申请破产，这是美国历史上最大的零售破产事件。两名凯玛特副总裁被起诉，但检方后来撤回了指控。一位联邦法官驳回对凯玛特的审计公司普华永道所提出的索赔。证交会对凯玛特首席执行官查尔斯·康纳威（Charles Conaway）和首席财务官约翰·麦克唐纳（John McDonald）提出指控。他们被控针对凯玛特在流动性和财务状况方面编制虚假报表。麦克唐纳在审判开始之前就指控达成和解，他同意支付12万美元的民事处罚，而且3年内不得在证券业从事会计师工作。陪审团于2009年6月裁定康纳威罪名成立，联邦地方法官责令他支付1000万美元，但没有禁止他担任上市公司高管。

避税方案：安然时代其他丑闻

大型会计师事务所都为富有客户提供税务咨询，这项业务利润颇丰。会计师事务所开发出各种复杂的避税方案，帮助收入高达数十亿美元甚至上百亿美元的富有客户避缴联邦税。避税方案名称采用极富想象力的缩写，如"BLIPS""COBRA""BOSS"以及"Son of BOSS"。在安然丑闻之后，司法部马不停蹄地向避税方案发难。一般而言，处理避税方案问题的方式包括增补立法、联邦税务总署采取行政手段或向联邦法院提起民事诉讼。然而，在安然丑闻过后，凡是司法部认为有问题的财务问题，都会受到刑事起诉。

毕马威就其避税方案与司法部达成暂缓起诉计划，以免落得安达信的下场。暂缓起诉协议可避免起诉，但公司在规定期限内（通常是1年）不得有违法行为。司法部使用暂缓起诉协议，主要目的在于迫使协议对象承认犯有罪行，而且协议还会规定巨额罚款。为了不被起诉，毕马威承认罪行，并向联邦政府支付4.56亿美元。此外，还赔付2.25亿美元以和解由调查引发的集体诉讼。

毕马威19名高级合伙人因参与避税方案被起诉，司法部认为他们存在滥用避税方案行为。两名毕马威被告承认有罪。另有四人被迅速审判，其中三

人被定罪，一人无罪释放。还有一名被定罪的被告是为毕马威提供法律意见的外部税务律师罗伯特·鲁博尔（R. J. Ruble），来自盛德国际律师事务所（Sidley Austin Brown & Wood），他认为毕马威的避税方案符合法律规定。通常情况下，律师可以自由地发表法律意见，即使意见有错，也不用担心被刑事起诉，但安然事件改变了金融服务领域的所有规则。鲁博尔被判处6年多监禁，两位毕马威会计师分别被判处8年和10年监禁。

暂缓起诉协议要求毕马威与司法部“合作”，这意味着它必须停止为被司法部盯上的合伙人提供律师费。检察官希望在起诉中一击制胜，如果被告在注定漫长而昂贵的审判中无力承担律师费，检方就可能更容易获胜。司法部不希望在金融服务诉讼案中面对称职律师，因为老到的辩护律师时常能推翻检方的指控。此外，切断律师费是司法部强行达成辩诉协议的手段，因为高昂的律师费或造成被告破产，或使之无力聘请到称职律师。

如果公司为被调查或起诉的员工支付律师费，司法部就会据此认定公司不合作，并逼迫公司切断律师费。公司如果继续提供律师费，就将会遭到起诉，而起诉即意味着毁灭。签署暂缓起诉协议的公司要想继续生存便别无选择，即使州法律和高管聘用合同规定公司可以补偿高管的律师费，它们也只能切断律师费。

司法部这种做法存在问题，违背道德，还可能构成违法，遭到人们的广泛抨击。[①] 拒绝提供律师，也有悖于美国宪法的精神，虽然宪法对此从未明文规定。事实上，最高法院已宣读《权利法案》（*Bills of Rights*），规定即使被告十分贫穷，也享有获得称职律师的权利，即便其需要政府为其支付律师费。

凯创系统公司（Enterasys Networks）的高管指责政府在审判中违规要求切断律师费。为了调查这些指控，案件审判被推迟3个月，之后凯创系统同意为被告支付律师费。政府针对毕马威避税案的被告也采取类似的强硬策略。美国地区法院法官路易斯·卡普兰（Lewis Kaplan）认为，政府的这种行为“很可耻，甚至比可耻有过之而无不及”。卡普兰法官裁定，司法部迫使毕马

① 参见 Jerry W. Markham, “How the Feds Stacked the Deck Against Enron”,《芝加哥太阳报》, 2006年5月7日, B1版。另见 Eichenwald and Barrionuevo, “Tough Justice for Executives in Enron Era”。

威切断被告的律师费，侵犯了被告的权利。他发现，政府一直在“隐瞒真相”，并声称未逼迫毕马威实施有关行为。卡普兰法官还指责政府未及时按规定向被告出示调查结果文件。2007年7月，卡普兰法官驳回对13名毕马威避税案被告的指控。[①] 第二巡回上诉法院支持卡普兰法官的裁决，司法部拒绝寻求最高法院复审。在另一个案件中，第十巡回上诉法院裁定，司法部违规将其根据保密令在证交会针对避税方案提供商梅里尔斯科特公司（Merrill Scott & Associates）提起的诉讼中获取的信息，分享给联邦税务总署。

鉴于司法部滥用职权，众议院通过一项法案，禁止联邦政府迫使公司放弃律师与委托人之间的保密特权或对雇员采取惩罚性行动，以此换取合作信任。司法部随后取消汤普森备忘录中一些最糟糕的“合作”要求。特别是，司法部现在必须对放弃律师与委托人之间的保密特权的申请进行特别审查，而且检察官不得将切断员工律师费作为公司主动合作的依据。不过，检察官仍然继续使用暂缓起诉协议，迫使公司放弃律师与委托人之间的保密特权。例如，根据2007年10月与BP美国达成的暂缓起诉协议，司法部有权在未来开展调查时，要求公司提供律师与委托人之间的保密特权材料，若公司拒绝提供此类文件，将被视为不合作，那么司法部就会起诉，而起诉就可能意味着毁灭。2010年，BP未能防止和控制墨西哥湾大规模原油泄漏事件，为此遭到联邦检察官调查。此后，保留律师与委托人之间的保密特权变得非常重要。

在汤普森备忘录上遭遇挫折并没有减退司法部检察官的热情。面对坚持在审判中要求宪法权利的毕马威合伙人罗伯特·普法夫（Robert Pfaff），他们提出了另一项起诉，希望让被告放弃这项权利并迫使他认罪，因为如果被定罪，被告将面临几十年的监禁。普法夫被控瞒报370万美元避税方案服务费。为了影响陪审团并抹黑普法夫，政府宣称他把这些钱用于奢侈消费，包括为他的妹妹购买一架斯坦威钢琴和一辆梅赛德斯奔驰轿车。

政府还遭遇了另一项挫折。得克萨斯州联邦法官裁定，联邦税务总署追溯性地应用税收规则禁止减免BLIPS避税方案的税款，属于不当行为。在裁

① 参见 *United States v. Stein*, 435 F. Supp. 2d 330（SDNY 2006）。See also United States v. Stein, 440 F. Supp. 2d 315（SDNY 2006）。

决之前，联邦税务总署收取37亿美元，与BLIPS投资者达成和解。然而，美国联邦索赔法院于2007年12月裁定，“Son of BOSS”交易属于没有经济实质的避税方案滥用行为。在该案中，两兄弟通过仅30万美元的投资，外加付给美国国际集团和对冲基金前哨咨询（Sentinel Advisors）的约100万美元，对3000万美元进行避税，这笔资金是他们代表得克萨斯州进行大规模烟草诉讼所得的律师费。上诉法院维持了原判。

联邦税务总署通过一项赦免计划，只要使用“Son of BOSS”避税方案的纳税人缴付所欠税款，就不会受到起诉。然而，同意赦免计划的投资者中，有27%未能按时缴纳税款，这一比率远高于联邦税务总署的其他和解方案。无论如何，到2009年中期，有问题的避税方案参与者向联邦税务总署提出大量和解方案。联邦税务总署还组建了一个名为全球高财富行业部（Global High Wealth Industry Group）的新部门，将富有的纳税人作为潜在起诉目标。

参议院常设调查委员会（Senate Permanent Subcommittee on Investigations）要求公司披露应对潜在税收策略问题提取的准备金数额，希望达到让公司自证己罪的目的，这样就可以促成联邦税务总署对这些策略予以揭露和指控。新的会计规则规定，必须向投资者披露准备金数额，参议院调查人员以此为着手点，试图揭露更多的丑闻。2009年5月4日，贝拉克·奥巴马总统宣布打击境外避税港，计划从离岸收入和避税安排中增加2100亿美元的收入。

司法部继续攻击避税方案，指控一家大型会计师事务所——德豪会计师事务所（BDO Seidma）首席执行官丹尼斯·菲尔德（Denis Field）推广欺诈性避税方案。被起诉的还有著名的税务律师保罗·道格达斯（Paul M. Daugerdas）和其他五人，包括德意志银行的两名律师和两名雇员。2008年5月，荷兰合作银行集团（Rabobank Group）的一名前雇员举报该集团与通用电气（General Electric）和默克（Merck）公司等美国公司进行避税交易，进而引发又一场避税丑闻。随着避税丑闻的扩大，德国第二大银行裕宝银行（HVB Group）与政府达成辩诉交易，同意支付3000万美元并承认犯罪行为。德意志银行也因推广恶意避税方案而接受调查。德国当局在购买可证明瑞信银行（Credit Suisse）安排德国公民逃税的证据后，突击搜查了其在法兰克福的办

公室。

瑞银是美国政府另一项调查的目标，调查涉及瑞银涉嫌通过逃税方案将美国的资金转移至其列支敦士登和瑞士分支机构。这项业务极为赚钱，每年可为瑞银带来大量收入。瑞银银行家布拉德利·柏肯菲德（Bradley Birkenfeld）因帮助美国房地产开发商——亿万富翁伊戈尔·奥兰尼科夫（Igor Olenicoff），该富翁因逃避2亿美元收入的税金而被起诉。奥兰尼科夫承认了刑事指控，但未被判处监禁。他被判处了两年缓刑，还被责令完成120小时的社区服务，此外还须支付5200万美元解决税务问题。柏肯菲德承认了重罪指控，并成为政府的举报人。尽管柏肯菲德很合作，还是被判40个月监禁，这种处罚非常严厉。他的律师提出抗议，认为对他的处罚比不合作的被告还要严重。

瑞银全球财富部董事长劳尔·维尔（Raul Weil）也在美国被起诉，政府对他在美国富人避税方案中所起的作用提出指控。2009年1月，维尔因未能到美国上诉而被列为逃犯。瑞银避税方案的客户斯蒂芬·鲁宾斯泰恩（Steven M. Rubinstein）对他通过瑞银离岸账户逃税的罪行供认不讳。

一名瑞银的前任高管同意配合司法部调查瑞银。瑞银随后建议几位高管不要离开瑞士，以免被司法部逮捕或诱捕。瑞银高管马丁·李希悌（Martin Liechti）在美国负责瑞银私人银行业务，他涉嫌推广恶意避税方案，被美国联邦政府拘留。瑞银随后辞退了李希悌，以求美国检察官满意。

司法部将瑞士的会计师和律师也纳入调查范围。一些瑞士的银行甚至警告员工不要出国旅行。调查范围的扩大，对已在次贷危机中蒙受巨额损失而摇摇欲坠的瑞银造成重大冲击。迫于司法部的压力，瑞银在美国国会发布报告批评美国公民参与瑞银逃税方案后，宣布将限制美国客户使用离岸账户。为了避免被起诉，参与瑞银逃税方案的一些客户向联邦税务总署自首，联邦税务总署要求瑞银交出参与逃税方案的其他美国客户名单。联邦法官授权检察官向瑞银获取美国客户名单，这使银行陷入困难境地，因为瑞士法律要求银行对客户信息进行保密。

根据报纸的初步报道，司法部正在设法确定瑞银是否帮助2万名富裕的

美国客户通过秘密的离岸账户隐藏200多亿美元，从而每年偷逃联邦所得税3亿多美元。然而，瑞银的内部审查表明，只有少数美国客户通过银行进行税务欺诈。为了解决这一问题，瑞银于2009年2月同意提供250名美国客户的名单，并根据暂缓起诉协议向司法部缴付5.8亿美元罚款。它还同意向证交会支付2亿美元，以和解证交会对其以未经注册的经纪自营商和投资顾问身份非法推广避税方案而提起的诉讼。在达成和解后的第二天，事情出现离奇转折，政府宣布将通过法院命令，强制瑞银公开另外52000名可能参与逃税方案的美国人。这一行为引起瑞士政府的抗议。然而，为了应对美国的压力，瑞士、奥地利、卢森堡和摩纳哥于2009年3月宣布将放宽银行保密法，以配合美国的税务调查。瑞士政府同意与美国签署新的税收协定，但以奥巴马政府放弃对瑞银的指控作为交换。

2009年6月19日，瑞士对外披露称，目前正在与美国签订一项新的税务协定，根据协定，瑞士将把使用恶意避税方案的个人信息分享给美国，但不会提供参与避税方案的现有客户名单。瑞士政府还表示，将阻止瑞银披露美国司法部要求的52000名客户名单，哪怕美国法院责令瑞银必须出示这些客户名单。然而，瑞银于2009年8月与司法部达成另一份协议，同意披露5000~10000名客户的名单并支付罚款。司法部随即要求瑞银披露在其中国香港公司参与避税方案的美国客户名单。

2009年11月，瑞士政府在银行保密问题上作出让步，同意向司法部提供所有存款额超过100万美元的美国账户持有人的姓名和存款额较低但形迹可疑的美国账户持有人的姓名。然而，2010年1月，瑞士法院裁定瑞士政府将客户信息交与美国司法部的行为违反瑞士法律。2010年6月，瑞士议会下院否决了政府关于修改本国银行保密法以允许披露信息的议案，但在几天后却准许了这项议案。

瑞士人在努力消除银行保密要求中的漏洞时，遭遇到另一个挫折，当时有报道称，汇丰控股有限公司（HSBC Holdings PLC）员工赫尔夫·法西亚尼（Herve Falciani）窃取汇丰私人瑞士银行24000个账户的信息。法西亚尼试图将信息售与各国政府，但信息被法国调查人员截获后，后者计划使用这些信

息追究逃税者，还要把信息分享给其他国家政府。

成千上万名税务作弊者在瑞银公布名单之前，赶到联邦税务总署寻求和解。接近 15000 名美国人同意联邦税务总署制订的外国账户持有人赦免计划。但并不是所有人都寻求和解。惠利公司（Beneficial）的长期领导人兼公司财富继承人费恩·迈克尔·维斯比·加斯比尔森（Finn M. W. Caspersen）成为司法部的目标，他被指控通过秘密离岸账户偷逃 1 亿美元的税款。作为曾经向哈佛和普林斯顿大学以及众多慈善机构捐款数百万美元的著名慈善家，加斯比尔森在 2009 年劳动节周末自杀身亡。

其他会计丑闻

2008 年 3 月，施乐公司（Xerox）同意支付 6.7 亿美元以和解针对公司在 1998—2002 年的会计操纵而被提起的集体诉讼。施乐公司在此期间虚增收入 64 亿美元。其审计师毕马威会计师事务所同意向私人诉讼当事人额外赔偿 8000 万美元的和解费用，此外支付 2200 万美元以和解证交会针对其审计施乐提出的指控。四名毕马威合伙人同意就证交会对其审计施乐公司的指控达成和解，其中两位合伙人支付 15 万美元的个人审计师罚金，创下最高罚金纪录。毕马威还同意向泰格斯国际集团（Targus Group International）赔偿 2250 万美元，以和解因未能发现公司员工大量贪污而被提起的审计诉讼。此前，法官已针对毕马威妨碍审判前调查实施了惩罚措施。

2006 年 1 月，德勤赔偿 1 亿美元，用于和解针对其 Fortress 再保险审计工作的指控。彼时，Fortress 是世界上最大的航空再保险公司，但在“9·11”恐怖袭击之后破产。通过 Fortress 进行再保险的保险公司称，德勤违规允许 Fortress 不将债务登记入账。

两个德勤合作人因在 2000—2001 年参与德尔福（Delphi）审计工作，同意接受永久性不得在证券业从事审计工作的处罚。证交会指控德尔福对某些交易的会计处理违背公认的会计准则，导致各种账户分类不当。德勤同意赔偿 3800 万美元以和解针对德尔福审计工作提起的集体诉讼。

证交会对普华永道前合伙人罗伯特·费希（Robert A. Fish）提出了指控，

原因是他在审计塔克图互动软件（Take-Two Interactive Software）时，未能发现该公司通过各种视频游戏暂泊交易（parking transactions）虚增收入，即以回购协议的方式将视频游戏卖给经销商。费希与证交会达成和解，被禁止在证券业执业一年。

证交会指控倍力健身集团（Bally Total Fitness Holdings）于1997—2003年在会计报表上欺诈性地夸大集团收益。2008年2月，倍力健身同意与证交会达成和解。此前，公司已经宣布破产，但在2008年又重返市场，不过此时公司已成为私人所有，不再是上市公司。

雷神（Raytheo）前首席执行官丹尼尔·伯恩汉姆（Daniel P. Burnham）同意支付175万美元以和解证交会针对雷神在1997—2001年的会计操纵提出的指控。2009年8月，通用电气同意支付5000万美元以和解证交会针对其在2002—2003年的收益操纵提出的指控。2006年5月，波音（Boeing）同意支付6.15亿美元以和解司法部对其合同违规行为提出的指控，以免被起诉和声誉受损。

第3节 华尔街丑闻

金融分析师丑闻

伴随安然时代会计丑闻曝出的还有一系列华尔街丑闻。多数丑闻都由纽约总检察长艾略特·斯皮策曝出，斯皮策因此声名鹊起，这为其当选纽约州州长铺平了道路。事实上，斯皮策因讨伐华尔街而成为全国知名人物。他在政坛迅速崛起，在自身曝出丑闻之前，甚至有望参加未来的总统竞选。当斯皮策发现花旗集团旗下公司所罗门美邦（Salomon Smith Barney）的首席电信金融分析师杰克·格鲁伯曼（Jack Grubman）向公众推荐他在私下里的股票（还将其中一家公司称为“猪”）之后，他开始对华尔街进行了一次著名的讨伐。

更令人吃惊的是，斯皮策指控称，格鲁伯曼根据花旗集团负责人桑迪·

维尔（Sandy Weil）的要求，修改了他对美国电报电话公司的负面意见。根据格鲁伯曼给女朋友的电子邮件，维尔需要一位在花旗集团董事会任职的美国电报电话公司高管提供支持，以便从约翰·里德（John Reed）手里赢得花旗集团的控制权（当时，维尔与约翰·里德联合担任首席执行官），而维尔也想要美国电报电话公司的投资银行业务。作为交换，格鲁伯曼让维尔帮助他的两个孩子加入由 92d Street Y 文化社区中心开展的专属学前计划，为此花旗集团向学校捐赠 100 万美元。

维尔和格鲁伯曼否认就修改美国电报电话公司的分析意见存在任何交易，但媒体和斯皮策不接受这种说法。当然，这是一个惊人的新闻，斯皮策因此利用媒体大肆炒作。维尔最终摆脱丑闻，但不久之后便从公司退休，留下能力欠缺的领导层来应对即将到来的花旗集团次贷危机。格鲁伯曼被禁止从事证券行业工作。然而，2005 年 12 月，一个仲裁小组驳回了一位声称受格鲁伯曼意见误导而购买股价过高股票的投资者提出的 9 亿美元索赔。这位投资者是唐纳德·斯特拉姆（Donald Strum），曾一度登上美国福布斯富豪榜。

亨利·布洛杰特（Henry Blodget）是另一位进入斯皮策讨伐范围的金融分析师。布洛杰特是美林公司的金融分析师，他领导着美林公司的互联网研究小组。布洛杰特曾预测亚马逊股价将达到每股 400 美元，这在当时看似毫无可能，但亚马逊股价在比布洛杰特预测还短的时间内就飙升至 400 美元。布洛杰特从此名声大噪。他向公众推荐了他在私下里称为“废物”“狗”和“垃圾”的股票。在这些情况暴露之后，斯皮策对美林公司罚款 1 亿美元。有一名投资者指控称其受布洛杰特的一份报告误导，然而，联邦地区法院认为其损失与报告没有关联，于是对指控予以驳回。

斯皮策和其他政府官员以及基本上被斯皮策边缘化为华尔街监管机构的证交会将调查范围扩大到涉及其他投资银行的金融分析师活动，最终这些投资银行同意达成全面和解。斯皮策还采取一些严厉手段，迫使公司达成和解。他召集十家最大投资银行的代表在其办公室召开会议，针对他们的道德问题进行长篇大论的斥责，然后提出他将根据纽约州《马丁法案》（*Martin Act*）对他们提起诉讼。根据《马丁法案》，即便被告没有犯罪意图，也可以进行刑

事定罪。[1]

投资银行家知道，被起诉将意味着丧失专营权。于是，他们迅速作出让步，同意集体支付 14 亿美元。当然，和解金额并不是根据客户的实际损失确定的，这一点在 2009 年 6 月得到证明。当时，联邦法官认为，和解方案大幅夸大客户的损失，而且为弥补投资者损失划出的和解资金额远远高于实际索赔额。

美林公司金融分析师曝出分析报告丑闻，致使美林公司遭到 150 多起集体诉讼。然而，最高法院基于联邦法律优先的规定，撤销了对美林公司提起的国家集体诉讼。多家联邦法院提起的集体诉讼被并案处理，此外联邦地区法院还驳回了两个判例案件。第二巡回上诉法院坚持驳回判决，而后当事人就其余集体诉讼达成和解。地区法院随后批准美林公司与其股票买方就集体诉讼达成的和解方案，这些买方此前声称受到 2008 年 1 月美林分析师丑闻的损害，其和解费用仅为 1500 万美元。

这是美林公司与声称受到分析师丑闻伤害的股票持有人群组达成的第三项和解方案。另外两起集体诉讼涉及面更广，美林公司共计赔付约 1.65 亿美元达成和解，考虑到斯皮策大肆宣传，这笔和解金额固然可观，但肯定达不到人们想象中的量级。诉讼还在继续，2008 年 10 月，联邦地区法院准许了之前对高盛提起的集体诉讼。这项诉讼称，1999—2001 年，高盛没有披露其投资银行业务与公司所谓的独立金融研究报告之间存在的利益冲突。此外，还有一项针对十多家大型投资银行分析师涉嫌违规提起的集体诉讼，牵涉到 300 多只股票。2009 年 10 月，诉讼各方达成和解，和解金额高达 5.86 亿美元，原告律师要求支付 1.7 亿多美元的律师费。

其他金融分析师问题

斯皮策威胁摩根士丹利说，如果不同意参与大型金融分析师和解方案，就将对其提起刑事诉讼。摩根士丹利拒绝服从，但最终让步，同意向该项大

---

[1] 参见 Patricia Beard，*Blue Blood and Mutiny*，第 150 页。

型和解方案提供 5000 万美元。摩根士丹利首席执行官菲利普·浦尔塞尔（Philip Purcell）向媒体表示，尽管达成和解，但摩根士丹利并没有过错。之后，证交会主席威廉·唐纳德森（William Donaldson）因此谴责浦尔塞尔。摩根士丹利的做法打破了证交会和解方案的基本要求。证交会可以对媒体鼓吹其成功达成强制性和解，但和解被告不得否认证交会指控的事实，这可有效地确保被告保持沉默。

2006 年 3 月，研究业务因受斯皮策指控而失去光彩，摩根士丹利宣布取消约 50 个研究岗位。证交会继续讨伐摩根士丹利，2006 年 5 月，摩根士丹利同意向证交会支付 1500 万美元，就其未保留证交会在调查分析师期间要求提供的电子邮件的指控达成和解。摩根士丹利曾解雇陪同某机构客户去脱衣舞夜总会的一名金融分析师和三名员工，这件事后来见诸报端，使摩根士丹利进一步陷入尴尬境地。

在与斯皮策达成和解之后，金融分析师在其他公司的作用也开始减弱。2008 年 9 月至 2009 年 5 月，金融分析师停止对 2200 多只证券的分析，约占分析总量的 1/4。与斯皮策的和解还引出其他问题。根据和解方案，投资银行要为客户提供五年的独立研究，和解资金中有 4.60 亿美元专门用于这项独立研究计划，但事实证明，投资者对这种研究没有多大兴趣。一些同意和解的公司宣布，它们不会在 2009 年夏天计划到期后继续参与独立研究计划。事实上，瑞信甚至没有等到五年期限结束，就停止在网站发布独立研究报告，对于因此而提出的指控，瑞信同意支付 27.5 万美元达成和解。

由于担心承担责任，信息流量日益减少。越来越多的公司拒绝向金融分析师提供盈利预测，包括辉瑞（Pfizer）、花旗集团、英特尔（Intel）、摩托罗拉（Motorola）、通用汽车和福特（Ford）。根据斯皮策和解方案，本应担当投资者救星的独立研究人员，却受到研究对象发起的诉讼攻击，他们开始大批离开这个行业。

证交会工作人员也加入其中一场讨伐，向 Overstock 网站的分析师和记者发出传票。Overstock 网站声称，分析师与对冲基金联手打压其股价。一名道琼斯的记者在证交会调查中受到传唤，被要求提供相关笔记和电子邮件。这

些传票在新闻界引起轰动，证交会主席克里斯托弗·考克斯（Christopher Cox）对工作人员予以谴责，并撤回传票。然而，证交会工作人员后来又传唤一家独立研究机构——入微分析公司（Gradient Analytics），要求这家公司提供其员工与新闻记者针对 Overstock 网进行沟通的电子邮件和笔记。《华尔街日报》一篇文章称，证交会对 Overstock 网站的偏袒对独立分析师构成威胁。

金融分析师常常因为没有出具对研究对象不利的报告而受到批评。2008 年 5 月，美林公司对这种批评作出回应，宣称它要求分析师每分析五只股票，就要至少出具一份"表现不佳"报告。然而，这个行业依然充满种种不公。2009 年 8 月 24 日，《华尔街日报》头版文章称，高盛分析师会定期开"小会"讨论市场发展情况，然后，在公开发布"小会"提到的市场前景变动之前，他们会给自己青睐的客户提供建议。[①] 证交会对此展开了调查。

弗兰克·奎特隆

由斯皮策引发的调查发现，分析师与投资银行同事之间存在利益冲突。分析师应该独立评估股票，但投资银行家希望他们放弃独立性，吹捧投资银行家承销的股票。根据斯皮策与投资银行达成的金融分析师问题全面和解方案，金融分析师几乎要完全独立于投资银行家。

如果分析师和投资银行家进行讨论，就需要有律师（"监督人"）出席，以确保双方不会讨论不当内容。参与全面和解方案的投资银行也必须任命独立的"监督人"，以确保他们遵守和解条款。然而，2008 年 8 月有披露称，花旗集团正在制订一项计划，企图推翻与斯皮策达成的旨在分离金融分析师与投资银行家的协议。这项协议是斯皮策大型和解方案的核心。据说，这两项业务的再次合并是花旗集团削减成本的一项措施，当时花旗集团正深陷次贷危机风波之中。2010 年 3 月，为了允许投资银行家与金融分析师在无须监督律师出席的情况下也能会面，证交会和 12 家华尔街大公司向联邦法官申请修订和解方案。然而，法官威廉·保罗三世（William H. Pauley Ⅲ）驳回了

① Susanne Craig，"Goldman's Trading Tips Reward Its Biggest Clients"，《华尔街日报》，2009 年 8 月 24 日，A1 版。

申请，声称这将损害和解方案的一个关键目标——确保分析师和投资银行家职能分离。

投资银行家还存在其他有问题的做法。弗兰克·奎特隆（Frank Quattrone）是一位投资银行家，在瑞士信贷第一波士顿（Credit Suisse First Boston）工作，颇具知名度。从1998年到2001年，奎特隆的收入超过2亿美元，这使他立即成为检察官的怀疑对象。他负责主管瑞士信贷第一波士顿的技术开发小组，该小组在互联网泡沫时代蓬勃发展，客户包括亚马逊和思科系统（Cisco Systems）这两家最热门的互联网上市企业。奎特隆利用瑞士信贷第一波士顿分析师来推高客户股价，他还向其公司客户分配首次公开发行的"热门股票"，以此取悦他们，这些客户在公司内部被称为"奎特隆的朋友"。在互联网泡沫时代，热门股票通常增值迅速，凡是购买首发股的客户都获得了丰厚的利润。投资银行家十分清楚这一点，他们通过分配首发股培养客户，这种做法被称为"旋式诱饵法"。

"旋式诱饵法"在华尔街非常普遍，但在安然时代之后，这种做法也受到谴责。纽约州法院法官裁定，麦克里奥德美国公司（McLeod - USA）首席执行官克拉克·麦克里奥德（Clark E. McLeod）通过非法手段，从所罗门美邦获得热门的首发股。所罗门美邦这样做是为了获得麦克里奥德美国公司的投资银行业务。法官认为这种做法是"一种复杂的贿赂行为"。然而，证交会指控肯尼思·朗格尼（Kenneth Langone）名下的英维姆德联合公司（Invemed Associates）违规收受客户从热门首发股中赚取的利润，但指控未获成功。朗格尼是家得宝（Home Depot）联合创始人，也是纽交所董事会成员，他因纽交所首席执行官理查德·格拉索的一项有争议的退休薪酬计划，卷入与斯皮策的另一场纠葛（详见第3章）。

摩根大通因在互联网泡沫期间，"阶梯式推高"首发股股价（其中有名投资银行家要求投资者额外购买价格越来越高的首发股），被提起集体诉讼，为此赔付4.25亿美元达成和解。2009年4月，几家投资银行，包括摩根士丹利和高盛，也与集体诉讼人就这些做法达成和解，共计赔付5.86亿美元。摩根士丹利和高盛还与证交会达成一项4000万美元的和解方案。瑞士信贷第一波

士顿被证交会和全国证券交易商协会指控，称其经纪人以偏高佣金的形式，向分配到热门首发股的投资者收取回扣，瑞士信贷第一波士顿为此支付1亿美元达成和解。

奎特隆的高调使他成为刑事起诉的天然目标。他被指控涉嫌妨碍司法公正，因为他曾转发一封来自瑞士信贷第一波士顿律师的电子邮件，要求他的投资银行团队清理文件，以应对预期的诉讼。奎特隆在当天离开办公室前一小时内发送的电子邮件中，有5%“强烈”建议其部门成员遵守公司律师的建议。公司律师以电子邮件的形式，向员工发送关于公司记录保存与销毁政策的指示。奎特隆本身不是律师，对他提出指控的依据与对安达信提出的但被最高法院驳回的误导性指控完全一样。

指证奎特隆的主要证人是瑞士信贷第一波士顿总法律顾问大卫·布罗德斯基（David Brodsky）。瑞士信贷第一波士顿放弃律师与委托人之间的保密特权，并与检方达成合作协议，通过牺牲奎特隆来确保公司免于刑事起诉。根据协议，公司允许布罗德斯基作证。布罗德斯基提到一次谈话，他在谈话中提醒奎特隆，因为首发股分配佣金问题，瑞士信贷第一波士顿要接受大陪审团调查。但奎特隆作证说，他的团队保存文件事宜与大陪审团调查无关。

尽管审判法官理查德·欧文（Richard Owen）为确保定罪采取了一些严厉手段，但奎特隆案第一任陪审团仍无法作出裁决。特别是，欧文法官指示陪审团，因为本案关乎奎特隆本人利益，所以基本上可以忽略他的证词。然而，奎特隆在重审中主要因为欧文法官的片面裁决，而被判有罪。事实上，对奎特隆的定罪被全国刑事辩护律师协会（National Association of Criminal Defense Lawyers）称为“司法打击”。欧文法官判处奎特隆入狱16个月，比缓刑部建议的刑期长5个月，他还拒绝奎特隆在等待上诉期间保释，但此项裁决在上诉时被撤销。

第二巡回上诉法院随后推翻对奎特隆的判决，认为欧文法官向陪审团提供不当指示。上诉法院进一步裁定，欧文法官不正当地要求奎特隆以“是”或“否”回答交叉询问的问题，不给他机会解释。鉴于欧文法官的以上做法

和其他不当行为，本案被发给另一名法官处理。[①]

此前，奎特隆面临刑事指控，根据第五修正条款有关公民享有不自证己罪特权的规定，提出不在全国证券交易商协会（金融业监管局的前身）的调查中作证，最终被协会处以永久性禁止在证券行业执业的处罚。但是在上诉法院作出以上裁决几天后，证交会裁定，协会的处罚实属不当。

检察官宣布不会进一步起诉奎特隆。随后，奎特隆开始把精力转向私募，但由于2007年出现信贷紧缩，他没有取得多少成功。2008年3月，奎特隆宣布自己正在回归本行，创办了一个面向科技公司的新商业银行——Qatalyst集团。Qatalyst集团似乎一开始就大获成功，得到谷歌首席执行官艾瑞克·施密特（Eric Schmid）、财捷公司（Intuit）董事长比尔·坎贝尔（Bill Campbell），以及YouTube和雅虎高管的支持。雅虎和微软之间的高调收购大战与谷歌存在利益关系，因为谷歌正考虑与雅虎合资建立广告公司，奎特隆就此向谷歌提供咨询。雅虎当时不同意微软的报价，转而向美国在线和新闻集团（News Corp.）抛出橄榄枝。但雅虎和微软最终同意成立一家合资企业，而没有进行合并。奎特隆还是Data Domain公司的顾问。2009年6月，Data Domain成为一场激烈竞标大战的目标，奎特隆重新进入媒体的视野。

斯皮策垮台

艾略特·斯皮策继续在其他调查中施展他的欺凌手段，其中包括与纽约证券交易所理查德·格拉索的争议和与美国国际集团董事长兼首席执行官汉克·格林伯格（Hank Greenberg）的争议。这两桩丑闻及其灾难性后果，将在其他章节讨论。简而言之，斯皮策并非战无不胜。尽管斯皮策采取违规手段，格拉索依然在围绕其薪水的争议中获胜。美国国际集团与斯皮策达成的和解方案对集团的管理造成破坏，成为集团在次贷危机期间濒临破产的核心因素，令人触目惊心，美国政府被迫出手救助。另一桩由斯皮策针对共同基金“逾时交易”和“择时交易”引发的丑闻（详见第6章）形成巨额和解方案，但

① *United States v. Quattrone*, 441 F. 3d 153 (2d Cir. 2006).

当案件提交法院审判时，斯皮策再次遭遇失败。

斯皮策还遭遇其他挫折。H&R 布洛克公司（H&R Block）因自身纳税申报单存在错误，对2004 年和2005 年财务报告进行重报。艾略特·斯皮策在公告发布之后提起法律诉讼，指控 H&R 布洛克将客户引导至退休账户以实施诈骗，对客户收取高于资金回报率的费用。H&R 布洛克首席执行官马克·恩斯特（Mark Ernst）在《华尔街日报》的一篇专栏文章中对退休计划进行辩护。斯皮策作出威胁性回应，声称如果无法达成和解，就将通过刑事检控摧毁公司。然而，纽约州法院随后以无管辖权为由，驳回斯皮策对 H&R 布洛克母公司的诉讼。斯皮策针对 H&R 布洛克公司销售退休计划的部门提起的另一项诉讼也遇到麻烦。纽约州法院驳回起诉书中所列七项罪名中的六项。集体诉讼也被驳回。

斯皮策成功地利用他对华尔街的讨伐，以 69% 的多数票当选纽约州州长。事实上，他的竞选活动更像是欢庆胜利，而不是竞争。有时，斯皮策的对手似乎是《华尔街日报》，该报在他担任纽约总检察长时，继续批评他过分热情的检察策略，而斯皮策会忍不住予以回应。

竞选州长期间，斯皮策不得不处理一桩涉及另一位纽约公司改革者艾伦·海富斯（Alan Hevesi）的丑闻。海富斯是纽约州审计长，当时正寻求连任。海富斯被发现，三年多来一直使用政府职员为他身患疾病的妻子当司机。另有一名职员担任海富斯妻子的私人助理，提供多种服务，例如给植物浇水、倒垃圾、挂窗帘、贴照片、干洗衣物、陪同购物和拎物品。

海富斯的竞选对手揭露了他的上述行为。为了平息舆论，海富斯同意向政府返还 20 余万美元。选民似乎很满意，海富斯以较大优势实现连任。然而，丑闻并未就此结束，已当选州长的纽约总检察长艾略特·斯皮策誓要追究此事。海富斯之后同意承认一项重罪，这使他避免了多项欺诈指控。与安然时代的企业高管不同的是，海富斯没有被判处监禁，只被处罚区区 5000 美元。

在迫使海富斯认罪时，斯皮策自然不像面对金融公司高管那样充满热情。该事件还牵涉很多故事。斯皮策的继任者纽约总检察长安德鲁·古莫（An-

drew Cuomo)，对海富斯的下属纽约州副审计官大卫·罗格里西（David Loglisc）提起诉讼，指控他将纽约公务员退休计划中数十亿美元的投资机会卖给投资公司。海富斯的政治筹款者亨利·莫里斯（Henry Morris）也被起诉。2009年4月30日，古莫指控索尔·梅耶尔（Saul Meyer）协助海富斯的儿子在墨西哥进行交易，以换取纽约养老基金的2亿美元投资。投资由梅耶尔通过总部在达拉斯的安尔杜基金（Aldus Equity）进行管理。雷蒙德·哈尔丁（Raymond B. Hardin）是纽约州一位著名政治家和自由党领导人，他被指控为海富斯提供帮忙，包括帮海富斯的儿子成为纽约州众议院议员，作为交换，他从纽约州养老基金收取了80万美元。面对指控，哈尔丁承认有罪。一名加州的基金经理艾略特·布罗迪（Elliott Broidy）被指控向海富斯及其职员提供约100万美元的礼品、旅行和娱乐费用，包括价值7.5万美元的头等机票。同样，布罗迪也承认有罪。

斯皮策提出替换海富斯的人选，但没有获得纽约州众议院批准通过，之后斯皮策在州长职位上遭遇挫折。纽约州立法委员之前曾表示，他们将批准由独立小组推荐的提名人，但随后却决定任命一个自己的人选。斯皮策指控称，立法领导人“缺乏诚信，令人震惊”，他们让“权术和裙带主义”凌驾于良好判断之上。斯皮策进一步指控，称我们“刚刚见证了一个内部人自我交易的游戏，不幸的是，这件事刚好印证纽约州每位公民对本州立法机关的恐惧和糟透了的印象”。《纽约邮报》报道斯皮策在威胁一位立法委员时宣称，自己是“可恶的压路机，我会碾过你和其他人”。狂妄自大的斯皮策还说：“我在三个星期内做的事情比本州历史上任何州长都多。”

担任州长后不久，斯皮策便卷入了被称为“州警门”的丑闻——斯皮策的助手利用纽约州警察调查纽约州参议院多数党领袖共和党人约瑟夫·布鲁诺（Joseph Bruno）。媒体广泛报道称，斯皮策把布鲁诺称作“一坨老狗屎”。斯皮策在其自身使用政府飞机进行筹款活动被质疑是否适当后，就开始了这项调查。斯皮策试图让其助手关注布鲁诺使用政府飞机的情况，以便转移人们对他的质疑。斯皮策的助手通过州警察获取布鲁诺的出行记录，然后把信息透漏给新闻界。

当媒体报道斯皮策对布鲁诺的调查之后，古莫因这项未经授权的调查惩罚了斯皮策的助手。斯皮策在这次调查中的作用不得而知。斯皮策否认与调查有任何牵连，阻止了调查员调查他个人在这起事件中的作用。然而，一名前助手声称，斯皮策深入参与攻击布鲁诺的行动。斯皮策被指控鼓励披露布鲁诺的出行记录，据报道，斯皮策让一名助手将“烫手的山芋”“塞给”布鲁诺。

纽约州道德委员会（New York State Ethics Commission）调查了斯皮策在“州警门”丑闻中的作用，委员会主席赫尔伯特·泰特鲍姆（Herbert Teitelbaum）向斯皮策的一位助手泄露调查相关信息，丑闻进一步发酵。事实证明，在整个事件中陷入尴尬的是斯皮策，而非布鲁诺。在州长垮台后，联邦当局起诉了布鲁诺，称其在1993—2006年被诱使通过纽约州参议院推动立法，并因此收受320万美元好处。布鲁诺被判两项罪名成立，但根据最高法院对安然案的裁决，这些“诚信服务”指控受到质疑。

斯皮策还存在其他一些无法通过威胁和恐吓处理掉的问题，这后来成为他垮台的原因，而他寻求竞选美国总统的梦想也戛然而止，虽然在当选州长后，这一梦想似乎触手可及。斯皮策提议允许非法移民获取纽约州驾照，引发有关移民的全民讨论，这是一个严重失误。由于引起极大争议，斯皮策被迫放弃这项提案。

2008年伊始，斯皮策面临纽约州预算赤字44亿美元的境况。他提议将政府支出增加5%，并将政府工作人员数量扩大到20万人以上。斯皮策还提议否决减免房产税的提案，虽然纽约州房产税率已居全国之最。此外，尽管油价飙升，斯皮策还试图提高汽油税。同时，他还希望提高酒精税，征收非法毒品税，虽然如何征收尚不得而知。

回想一下，这些问题揭露出斯皮策不仅缺乏领导能力，而且脾气很差，但这并不足以导致这位民粹主义斗士政治生涯的终结。尽管在法庭上没有成功，但斯皮策对金融服务公司的攻击却为他赢得纽约州选民的支持。斯皮策也把自己描绘成道德和政治正确的楷模。例如，他强制骆驼香烟撤下一则美化饮酒和派对的香烟广告。他还攻击卖淫组织，推进环保事业，抨击其他州

放任污染物流入纽约州，不过这一问题未能成功解决。因此，2008年3月10日，当报纸报道联邦政府调查斯皮策涉嫌在妓院嫖娼时，华尔街乃至大部分国民都为之震惊。

《纽约时报》的一则消息引爆了这桩丑闻。《纽约时报》披露指出，当法院传讯卖淫组织“皇帝俱乐部VIP”的员工时，司法部政府廉政署的高级检察官也出现在法庭上。这家俱乐部收费一般为1000～5500美元。这些高级检察官的现身，让《纽约时报》意识到肯定有高级政府官员参与了卖淫嫖娼活动。记者随后挖出斯皮策的名字。斯皮策在政府法院文件中标记为“9号客户”，他在与联络人协商条件时被政府窃听录音。另据报道，2008年2月13日，斯皮策在华盛顿哥伦比亚特区五月花酒店的房间内，与一位名叫“克里斯汀”的漂亮黑发女人（后发现不是她的真实姓名）发生“危险”性行为，并为此支付4300美元。而斯皮策当天现身华盛顿是为了指证次贷危机对纽约的影响。

政府备案的法院文件还显示，已婚并育有三个女儿的斯皮策在其他场合也使用过皇帝俱乐部提供的VIP服务，有些报告称他此前已花费8万美元嫖资。显然，正是因为反洗钱法令要求银行提交《可疑活动报告》（*Suspicious Activity Reports*），斯皮策参与嫖娼的事情才东窗事发。他使用的两家银行——汇丰银行和北福克银行（North Fork）——都向联邦当局提交了关于斯皮策向卖淫组织付款的报告。两家银行都曾是起诉目标，而斯皮策是总检察长。在银行看来，斯皮策似乎试图对他付给卖淫组织的款项进行“结构化”处理，以确保付款金额不超过《银行保密法》（*Bank Secrecy Act*）规定的1万美元的报告水平。斯皮策向卖淫组织控制的两个空壳公司付款，引起了两家银行的关注。

斯皮策可能面临的指控包括判罚较重的洗钱罪，以及出于不道德目的违反《曼恩法》（*Mann Act*）运送一名妇女越过州边界。斯皮策开始竭力与联邦检察官谈判，以避免刑事起诉和监禁。斯皮策没有受到指控，这与金融服务公司高管的遭遇形成鲜明对比。斯皮策在一开始就为他的行为道歉，但他没有进行解释，并拒绝就此回答任何问题。然而，斯皮策参与嫖娼的丑闻在新

闻界掀起轩然大波，他被迫于2008年3月12日辞去纽约州州长职务，前后仅担任了16个月的州长。并未屈服的斯皮策很快复出，他以报纸社论的方式批评金融服务公司，并在脱口秀节目中现身。2010年6月，美国有线电视新闻网聘请他共同主持黄金时段的时事节目。

第3章
公司治理改革[1]

第1节 《萨班斯—奥克斯利法案》

安然改革

安然丑闻发生后，国会开始探索对上市公司进行有效监管的方式。公司改革派将曾被否决的公司治理改革一揽子计划重新包装后提交到国会。2002年，《萨班斯—奥克斯利法案》[2] 由此诞生，并力求恢复上市公司向证券交易委员会提交的会计报表的真实性。然而，这项努力最终以失败告终。

《萨班斯—奥克斯利法案》对证券交易委员会建立的财务报告体系诚信度的影响甚微。2003年，上市公司向证交会提交的季度和年度报告的重新报送（以下简称重报）数量达历史新高。一项研究发现，2003—2005年，出现了2319件重报，重报数量在一年内几乎翻了一番。2006年上半年的重报数量较少，但仍达到424件，并且只是暂时减少。2006年全年，上市公司向证交会

---

① 本书有关高管薪酬的讨论一部分基于作者在马里兰大学法学院举行的一次会上宣讲的论文。这次会议由《商务与技术法杂志》（*Journal of Business and Technology Law*）主办，论文后来在该期刊发表，题为“Excessive Executive Compensation—Why Bother?”，第1001页。

② 参见107 Pub. L. 204，116 Stat. 745（2002）。

提交年报的重报数量再创新高，达到了1876件（1997年仅为90件）。[1]证交会抱怨说很多重报是不必要的，但若上市公司没有对政府官员遗漏的错误进行重报，那么其高管层人员可能面临刑事指控或被判入狱。因此，他们采取了重报这种最谨慎的方式。然而，重报导致了大量的时间浪费和不必要的开支，并损害了证交会的全面披露体系。

2007年上半年，重报数量持续上升。财政部长亨利·鲍尔森（Henry Paulson）对此开展调查，其研究成果纳入了财政部正在撰写的《美国资本市场竞争力审查报告》（*Competitiveness of U. S. Capital Markets*）中。他发现，在《萨班斯—奥克斯利法案》通过前一年，重报数量呈加速增长，并在此后延续了这一趋势。研究还得出结论，由于公众现在对重报已习以为常，其对市场造成不良影响也日趋减少。换句话说，市场已经把会计错误和操纵视为证券交易委员会全面披露体系的正常部分。

重报数量在2007年下降到1235件，并在2008年下降到869件。然而，重报数量减少的背景是，许多大型金融公司因在资产负债表中大幅减计次级投资规模而纷纷破产倒闭。次级投资的大规模减计对世界经济造成了巨大的负面影响，并需要空前规模的政府救助。这也再次证明，证券交易委员会收到的财务报告非常不可靠，并往往掩饰了上市公司的真实情况。2010年2月的另一项研究发现，许多公司还对收入报告进行了不当处理，以满足分析人士的预期。

《萨班斯—奥克斯利法案》还带来了很多其他问题。如现在臭名昭著的第404条款，要求公司管理层证明内部控制体系能够充分保证其财务报告的真实性。此外，《萨班斯—奥克斯利法案》要求建立上市公司会计监督委员会来对上市公司的审计进行监管也险些没能通过宪法。最高法院于2010年6月裁定，《萨班斯—奥克斯利法案》中不允许证交会无正当理由取消上市公司会计监督委员会（Public Company Accounting Oversight Board）成员的规定违反了宪法。然而，法院认为即使存在这一条款，上市公司会计监督委员会仍然可

---

[1] 参见Susan Scholz，*The Changing Nature and Consequences of Public Company Financial Restatements*。

以正常运作。上市公司会计监督委员会试图弱化《萨班斯—奥克斯利法案》中关于内部会计控制是否充分这一最昂贵且最具争议性的条款，同时将评估会计师资质的条款从180页缩减到65页。虽然遵守第404条款的成本在2007年略有下降，但大型上市公司平均每年仍需花费近90万美元用于内部控制审计，这些审计费用几乎占公司全部审计费用的1/4。2007年，大型上市公司的平均审计费用约为360万美元，小型公司平均约为50万美元。

此外，对证交会会计要求的监管也仍存在问题。政府在起诉大卫·斯托克曼（David Stockman）的案件中遭遇了另一个备受瞩目的挫折。大卫·斯托克曼曾在罗纳德·里根总统手下担任“管理和预算办公室”主任，离开政府之后成为一位私募股权投资人，并在2003—2005年担任大型汽车制造公司塑料部件供应商——柯林斯阿克曼公司（Collins & Aikman）的首席执行官。当汽车制造公司要求其零部件供应商大幅降价后，斯托克曼一直致力于使柯林斯阿克曼公司免于破产。2007年3月，斯托克曼被指控通过操纵柯林斯阿克曼公司的财务账户来获取银行贷款和资本。他声称该起诉完全是检察官的过度之举。在对证据实施进一步审查后，情况发生了惊人的反转，政府撤销了对他以及与他一同被起诉的其他人的所有指控。至于为何没在起诉前进行审查引发了人们的思考。

其他《萨班斯—奥克斯利法案》改革

在阿德尔菲亚通信及其控股股东里格斯家族“共同借款”行为被披露后，《萨班斯—奥克斯利法案》规定，禁止上市公司向管理层提供贷款。向所在公司借款的其他知名借款人还包括安然公司的肯尼斯·雷和世界通信公司的伯尼·埃伯斯。《萨班斯—奥克斯利法案》还规定，如果公司重报了财务报告，则公司高管应退还之前获得的奖金。这种“追回”条款在很大程度上被忽略了，直到次贷危机再次引起人们对公司高管过高薪酬的关注。2009年7月，证券交易委员会提出诉讼要求收回CSK汽车首席执行官梅纳德·詹金斯（Maynard Jenkins）的400万美元奖金。该奖金源于会计操纵导致的利润虚增，但鉴于詹金斯没有参与这种违规行为，证交会的做法似乎有些过分。当美国

必杰房产公司（Beazer Homes）重报了2000—2007年的收益后，证交会对其首席执行官伊恩·麦卡锡（Ian J. McCarthy）提起了追回诉讼。该公司在2000—2005年少报了6300万美元的收益，并在2006年和2007年多报了4700万美元的收益。然而，这体现的是能力而非阴谋，因为该公司少报了本可以推动其股价上涨的收益。

同样，似乎受到世界通信公司伯尼·埃伯斯的巨额离职报酬的启发，证交会被授权可以冻结涉及会计操纵的公司的“特殊”薪酬支付。证交会根据这项规定起诉了维文迪环球公司（Vivendi Universa）的前董事长让·马里·梅西耶（Jean - Marie Messier），并迫使他放弃了2500万美元的离职补偿。在另一个案件中，第九巡回法院裁定，瑰星电视指南公司（Gemstar - TV Guide）向两名高管支付的3760万美元现金和670万股股票并不属于“特殊”薪酬。这意味着，证交会在指控这两名高管虚报财务信息期间不得冻结上述款项。然而，该裁决在巡回法院的一项全院联席审判中被撤销。[1] 此外，第九巡回法院还赞同在证交会起诉的瑰星电视指南公司会计操纵案中，对该公司首席执行官袁子春（Henry Yuen）处以2230万美元罚款。

在一群法律专家轮流请愿后，国会在《萨班斯—奥克斯利法案》中增加了条款，规定公司律师对财务违规行为应承担的责任，要求上市公司律师在发现任何违反联邦证券法的情况时，应“逐级”上报管理层并最终上报至公司董事会。这使得公司律师不仅提供顾问服务，同时也能为政府提供信息。

安然公司和世界通信公司的律师都没能阻止违反联邦证券法的行为，法学专家们对此感到愤怒。然而，他们似乎忽略了美国法律最基本的“无罪推定原则”（the presumption of innocence）。事实上，这些公司中没有一个外部律师曾被起诉或定罪。法学专家们对安然公司位于休斯敦的文森·艾尔斯律师事务所未能阻止安德鲁·法斯托的行为尤为不满。文森·艾尔斯律师事务所的所有律师均未被指控参与任何违规行为，该公司仅支付了适量和解费用便从安然丑闻后的大规模集体诉讼和其他诉讼中摆脱出来。

---

① 参见 *SEC v. Yuen*, 401 F. 3d 1031 (9th Cir. 2005)。

证交会与安然公司两名内部律师达成和解，其中包括安然公司的总顾问助理和证交会前执法律师瑞克斯·罗杰斯（Rex Rogers）。检方指控他们曾建议肯尼斯·雷不要在敦促员工购买安然公司股票时披露自己出售股票的行为。和解方案令人难以置信，这两名律师同意每人支付1美元的赔款和2.5万美元的民事罚款，并被禁止在证交会执业两年。与对杰弗里·斯基林的判决相比，这只是轻微处罚。

《萨班斯—奥克斯利法案》通过后，证交会对律师的诉讼数量大幅增加。这引起了人们的批评，“证交会已经从《萨班斯—奥克斯利法案》发布前的律师无罪假定，转变为积极地针对律师采取纪律处分，而原因往往是一些含混不清的、证交会所谓的‘守门员’行为”。因此，当上市公司出现问题时，律师也像首席执行官和首席财务官一样成为检察官的既定目标。[1]

小公司

一家证交会咨询委员会建议，70%的上市公司，即受《萨班斯—奥克斯利法案》合规成本影响尤为严重的小型上市公司，应免于遵守《萨班斯—奥克斯利法案》中某些较为严苛的规定。证交会创建了一个不必严格遵守相关义务的“小型报告公司”类别，即股票市值低于7500万美元的公司，来减轻《萨班斯—奥克斯利法案》对小企业的负担。这些公司也免于遵守证交会关于披露高管薪酬的规定。

前证交会主席亚瑟·莱维特（Arthur Levitt）曾提议证交会不应使小公司免于遵守《萨班斯—奥克斯利法案》中成本极高的内部控制要求。美联储前主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）、领航投资共同基金联合公司（Vanguard Mutual Fund Complex）董事长约翰·伯格（John Bogle）、教师保险与年金协会—大学退休股权基金（TIAA-CREF）前首席执行官约翰·比格斯（John Biggs）也加入了这一呼吁。

证交会给上市公司带来每年总计约250亿美元的合规成本，且承销费用

---

① 参见 Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg, “SEC Actions Against Lawyers Post Sarbanes-Oxley,” 第1739页、1743页。

也比国外高出1倍多。这些成本对美国市场的影响很快开始显现。2006年，《华尔街日报》指出，风险资本基金传统上“通过IPOs市场公开上市来实施退出战略，然而，如今近90%的风险投资人通过私下交易渠道将其支持的创业公司售与战略买家”[①]。2006年，通过私募配售（无须在证交会注册）募集的资本总额，超过了通过在纽约证券交易所、纳斯达克和美国证券交易所出售注册证券筹集的资本总额。2007年上半年，私募配售比上年同期增长了43%。[②]

第2节　丧失竞争优势

来自国外的竞争

由于美国的合规成本高企，金融服务正在向国外迁移。2006年，全球规模最大的前20家首次公开募股（IPOs）公司中，只有一家是在美国上市，占比为5%；而在五年前，前20个首次公开募股公司中，有60%是在美国上市。2006年，美国仅占全球主要市场股本募集额的28%，而1995年为41%。《萨班斯—奥克斯利法案》还迫使许多外国公司退出了美国市场，它带来的繁重负担减少了曾经在美国上市所拥有的优势。

一项针对《萨班斯—奥克斯利法案》的批评指出：

从1996年到2001年，每年平均有50个外国公司在纽约证券交易所上市；到2005年，这一数量降至19。同年，139个公司在伦敦证券交易所（包括其小公司板块——另类投资市场）上市，而在纳斯达克上市的仅有19个。自2004年底以来，共有30家外国公司退出了纽约证券交易所和纳斯达克。针对合并、收购和新设企业的金融资本也更倾向于到国外寻找更理想的投资市场。许多中国、韩国和俄罗斯公司在中国香港和伦敦上市并筹集了数十亿美元的

① 参加“Capital Flight”，《华尔街日报》，2006年12月2日、3日，A8版。

② 参见Roberta S. Karmel，“Regulation by Exemption”，第691页，689页。

资金；与此同时，俄罗斯铝生产商以及哈萨克斯坦石油和铜业公司计划今年在伦敦进行大规模上市。[1]

这种转移被归咎于《萨班斯—奥克斯利法案》的相关成本。

蓝带评审

调整改革措施的努力仍在继续。蓝带（Blue Ribbon）资本市场监管委员会（Committee on Capital Markets Regulation，CCMR）的一份报告显示，过度监管损害了美国证券市场的竞争力。蓝带资本市场监管委员会总结道，美国在金融服务领域的竞争地位受到了“严重侵蚀”，并在近年来“显著恶化”。[2]蓝带资本市场监管委员会还指出，2002年《萨班斯—奥克斯利法案》通过后，在全球公开市场中，通过美国股票市场筹集的资金份额大幅减少。

在外国公司全球首次公开募股（IPOs）领域，美国所占的份额也大幅下降。2007年，仅有约10%的外国公司选择在美国的交易所进行IPOs上市；而在1996年，这一比例为44.5%。1996年，全球20家最大的IPOs公司中有8家是在美国交易所上市，而2006年只有1家。此外，许多外国公司从美国交易所退市，这一过程在2006年达到顶峰。统计数据还显示，外国公司在美国筹集资金时，转向了不受监管的私募方式。此外，到海外进行IPOs的美国公司数量也明显增加。

蓝带资本市场监管委员会建议国会减轻监管和诉讼负担，以提高美国资本市场的竞争力。委员会还预测，如果不作出改变，美国在10年内将丧失世界金融中心的地位。然而，纽约州州长艾略特·斯皮策执政时指出委员会的建议是荒谬的，因为该建议将引发诸多问题，包括限制国家对金融犯罪的起诉等。

美国商会（U.S. Chamber of Commerce）任命了一个由两党组成的独立委

---

① 参见Peter J. Wallison，“Capital Punishment”。

② 参见Committee on Capital Markets Regulation，“The Competitive Position of the U.S. Public Equity Markets”。

员会。该委员会发表了一份报告，表达了对过度监管的担忧。该委员会指出："近年来，由于各国际金融中心已经成长并开始挑战美国的历史性主导地位，美国在全球资本市场活动中所占的份额正逐步下降。"[①] 委员会还敦促国会将会计师事务所认定为有限责任公司，避免其因大额的集体诉讼而倒闭。此外，该报告还敦促上市公司将收益预期频率由季度改为年度。2009 年 9 月，阿斯彭研究所（Aspen Institute）发布了一份由几位商业名流，包括巴菲特共同签署的声明，认为过度关注短期目标削弱了对企业的信心，而后者正是自由企业制度的基础。

金融服务业论坛（FSR）的另一份报告显示：

> 有效的监管以及美国金融市场和企业的竞争力对于消费者、资本形成、创造就业和持续经济增长至关重要。当市场安全、稳定、充满活力并富有创新精神，并且金融服务公司也积极展开经营竞争时，各种类型的消费者，包括小储户、首次购房者、大学生、中小企业、大公司、发行商、投资人、养老基金，甚至政府都将从中受益。目前，金融服务公司在美国直接提供了 5% 的就业岗位，并贡献了 8% 的国内生产总值。[②]

金融服务业论坛在报告中认为应采用基于风险导向和成本效益原则的监管，并将其可作为所有金融市场的监管标准。报告的作者包括摩根大通的首席执行官詹姆士·戴蒙（James Dimon）和富国银行（Wells Fargo）董事长理查德·柯瓦希维奇（Richard Kovacevic），之后这两家银行深深卷入并引领银行业应对了次贷危机。

蓝带资本市场委员会在报告中指出，美国的过度监管使得国外市场更具竞争力。[③] 这一转变主要是因为大多数大型金融服务公司可选择在伦敦经营，那里的监管至少在次贷危机之前，没那么严格，并且成本低得多。金融服务

---

① 参见 U. S. Chamber of Commerce, Commission on the Regulation of U. S. Capital Markets in the 21st Century, "Report and Recommendations", 第 11 页。

② 参见 Financial Services Roundtable, "The Blueprint for U. S. Financial Competitiveness"。

③ 参见 *Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation*。

公司以伦敦为基础，并根据2007年11月1日生效的《欧盟金融工具市场指令》中的“护照”条款，在整个欧盟（EU）提供服务。2008年4月，德意志银行宣布将其全球并购部门的管理层从纽约迁至伦敦。这似乎进一步证明了，由于监管成本高企，金融服务业正在逃离美国。

甚至批准《萨班斯—奥克斯利法案》的布什政府似乎也认识到，在安然时代丑闻之后，美国的金融服务监管已经出现问题。财政部长亨利·鲍尔森（高盛前首席执行官）在2006年警告说，美国“正在创造一系列阻碍竞争力的监管”。[①] 此时，通常支持各种监管的政治家也意识到监管有些过度。参议员查尔斯·舒默（Charles Schumer）与纽约市长迈克尔·布隆伯格（Michael Bloomberg）在《华尔街日报》上联合发表了一篇专栏文章，要求研究确定纽约是否因为过度监管和滥用股东诉讼而失去了全球首要金融中心的地位。[②] 由此形成的研究报告指出，调查结果非常明确：

第一，我们的监管框架是一系列复杂的规则，而不是一套通俗易懂的简单原则（例如英国和其他地方便是如此）。2002年通过的《萨班斯—奥克斯利法案》在实施中存在缺陷，导致的成本比预期要高得多。同时，法案不断要求外国公司遵守美国会计准则，而不是广泛接受的并且很多人认为更加先进的国际标准，这都使情况更加恶化。现在不仅要重新审查该法案的实施情况，而且要进行更广泛的改革，通过采取基于风险导向和成本效益原则的方法来消除重复和低效率监管。我们必须做到这两点，同时继续确保为投资者和消费者提供强有力的保护。第二，包括英国在内的其他国家的法律环境能更有效地阻止轻率诉讼。虽然任何人都不应阻止有意义的诉讼，但在美国盛行的无意义证券诉讼与和解已经推高了经营的显性成本和实际成本，并赶走了潜在的投资者。此外，我们的法律体系十分复杂而零散，这使人们觉得处罚是任意和不公平的。虽然这种印象有可能被夸大，但仍减少了我们对国际

① Deborah Solomon, “Treasury's Paulson Warns of the Costs of Rules Overlap”,《华尔街日报》, 2006年11月21日，A2版。

② Charles E. Schumer and Michael R. Bloomberg, “To Save New York, Learn from London”,《华尔街日报》, 2006年11月1日，A18版。

公司的吸引力。为解决这个问题，我们必须考虑进行法律改革，以减少虚假和无意义的诉讼，并消除司法任意性的形象，同时保持有意义的诉讼。[①]

纽约州州长艾略特·斯皮策虽然对金融服务公司的过度监管负有最大责任，但也支持这一建议。通常支持监管的《纽约时报》也表示，后安然时代监管的回归应该是合理的。当然，这种对过度监管的突然关注也有一些依据：证券行业在纽约市总薪酬的占比为 20.7%，并为纽约州贡献了 18.7% 的税收。

政府的担忧

致同会计师事务所在 2009 年 11 月发布的一项研究中发现，由于私有化、兼并和经营失败等原因，美国上市公司的数量在 11 年内减少了 39%。尤其是首次公开募股数量也在减少，并将其归因于研究分析未覆盖到小型公司。这种覆盖是艾略特·斯皮策强加给金融分析师和解方案的牺牲品。同时，政府也注意到美国在金融服务方面丧失了主导地位，而这种担忧在次贷危机之后也得到了印证。2008 年 5 月，证交会的官员承认在证交会注册的外国公司数量正在下降，因为它们更倾向于在监管较少的市场筹集资金。纽约联邦储备银行在 2007 年 7 月底发布的一份研究报告指出，很多公司转向国外上市并导致在美国证券交易所上市的公司数量出现下降。纽约联储银行还得出结论，美国债券市场的竞争力已不如欧洲市场，美国不再是很多国内债务发行商的首选。

2007 年，外国公司从美国证券市场退市的数量增加到 56 家，几乎是前一年的 2 倍和 1997 年的 12 倍。根据证交会第 144A 条规定，寻求资本的外国发行商也更多地转向私募发行。更令人震惊的是，2007 年，美国有大约 10% 的公司通过在国外上市来公开销售证券，而 1996—2001 年只有 3 家。伦敦证券交易所称其在 2007 年的股票发行量居全球首位，并吸引了来自 22 个国家的

① 参见 Michael R. Bloomberg and Senator Charles E. Schumer, “Sustaining New York’s and the US Global Financial Services Leadership”, 第 i 页。

86项首次公开募股，是美国纽约证券交易所和纳斯达克总和的两倍。

证券交易委员会于2007年11月宣布，允许外国公司采用国际财务报告准则（IFRS）代替公认会计准则（GAAP）在美国上市，且无须在两个标准之间进行协调。证交会长期以来一直拒绝这种做法，但公认会计准则中的会计方法备受指责，并被认为差于国际财务报告准则。这种改变将有利于外国公司在美国上市，并预期将促使美国国内外公司进一步采用国际财务报告准则方法。

2008年11月，证交会几乎完全放弃了长期以来强烈支持的公认会计准则，并提议强制使用国际财务报告准则。与此同时，美国最大的几家公司被允许自愿采用国际财务报告标准。然而，该方案由于次贷危机的发生而流产。美国总统巴拉克·奥巴马上任后任命的证交会主席玛丽·夏皮罗（Mary Schapiro）表示，应谨慎采用这些国际标准。这似乎表明，她正在考虑保留复杂、过时的公认会计准则体系。[1] 然而，证交会的一名高级人员后来表示，证交会仍然在推进国际财务报告准则的实施。

第3节 高管薪酬争论

背景

在安然时代丑闻之后，人们发现，公司高管（例如安然公司和世界通信公司的高管）在会计操纵被暴露和公司破产之前，已经获得了数亿美元的报酬。在次贷危机期间，很多金融服务公司需要政府救助，而其高管却获得了巨额奖金，这引起了民众的愤怒和大量民粹主义言论。在一个针对汽车制造商的救助事件中，当得知公司的高管乘坐公务机参加有关公司救助申请的国会听证会后，人们甚至更加愤怒。《萨班斯—奥克斯利法案》试图解决高管薪酬过高问题，但华尔街高管们仍然从最终导致公司破产的次级投资中获得巨

① 参见“Schapiro Vows to ‘Reinvigorate’ Enforcement at SEC If Confirmed”，第77页。

额奖金。

实际上，有关高管薪酬的非议并非始自安然事件，也不是随着次贷危机的发生才达到白热化。19 世纪的强盗资本家也引发了同样的关注。那个时代的改革者（后来被称为“扒粪者”）大多是新闻记者，例如艾达·塔贝尔（Ida Tarbell），她曾因约翰·洛克菲勒（John D. Rockefeller）挤垮了父亲的生意而攻击洛克菲勒。这些“扒粪者”揭露了强盗资本家的巨额财富以及他们的某些行业黑幕。这类人的“炫耀性消费”包括诸如“纽约第五大道的豪宅、纽波特的观赏性‘村舍’、奢侈的派对、远洋游艇、随行仆人以及包办婚姻”[①]。

这些大亨的派对经常引起新闻界的关注。室内派对的正式晚宴上，宾客们身穿晚礼服，骑着高头大马，侍者们也身着制服。据报道，20 世纪初在纽约雪莉餐厅举办的一次聚会花费了 20 万美元。如此庞大的费用使得人们认为主办人从其管理的一家保险公司中掠夺式获取高额薪酬。该派对的实际花费为 1.3 万美元，但这并没有缓解此次事件的影响。事实上，该派对引发了纽约对整个保险业的大规模调查，进而导致政府通过立法对该行业进行了重组。讽刺的是，政府还将保险公司排除在股票市场之外，从而使其在 20 世纪 20 年代免受联邦监管。

那些早期大亨获得的某些报酬在当时是难以想象的。1863 年，纽约一家颇受欢迎的百货公司所有者亚历山大·斯图沃特（Alexander Stewar）在一年内获得了 1843637 美元（不包括股息收入），而公司职员年收入仅为 300 美元。当时，纽约的财富也集中在 1600 个家庭小群体中，大约 60% 的应税收入属于这些家庭（不包括通常占其收入过半的股息收入）。安德鲁·卡内基（Andrew Carnegie）在 1898 年所获报酬为 1052 万美元，虽然这笔报酬的很大一部分来自利息和股息。几年之后，卡内基将成为了世界首富，不久后，标准石油公司（Standard Oil）的约翰·洛克菲勒超越了卡内基，成为世界首富。洛克菲勒也进入了年收入 1000 万美元俱乐部。事实上，据说他在短短九个月

---

① 参见 David Cannadine, *Mellon*, 第 127 页。因为这些炫富行为，“炫耀性消费”一词应运而生（Thorstein Velben, *The Theory of the Leisure Class*）。

内就赚了5500万美元。

有趣的是，这些“行业大佬”也不总是肆意挥霍，这一点并不像今天的某些公司窃贼。安德鲁·卡内基、JP摩根、约翰·洛克菲勒和安德鲁·梅隆（Andrew Mellon），他们虽然过着其他人高不可攀的生活却并不过度消费，而往往把财富用于购买艺术品和慈善事业上。也许是为了内心得以安宁，或只是因为他们认为这样做是对的，许多强盗资本家都捐助了大学（如范德堡大学、斯坦福大学、杜克大学和芝加哥大学）、艺术画廊（如华盛顿国家画廊、纽约大都会艺术博物馆）、图书馆（如纽约公共图书馆、摩根图书馆和卡内基图书馆），以及主导当今美国精英文化生活的许多其他进步主义象征，如舞蹈公司、管弦乐队、音乐厅，甚至诺贝尔和平奖。

然而，这些强盗资本家和金融家却成了公司改革者衡量过度薪酬的试金石。现代改革者只需提及约翰·洛克菲勒和JP摩根的名字便可印证他们的论点，即目前的高管薪酬组合是一种罪恶，必须通过公众揭发和政府干预来加以阻止。这些公司改革者并不认为是这些实业家和金融家将美国经济从本地化市场转变为全国性生产和分配体系。资本家们建立了一个经济制度，其中包含的机会与生活品质在很多层面都是全世界无与伦比的，但他们并没有因此获得赞许。

诚信义务

随着公司改革运动的发展，一些激进的法学专家主张通过惩罚性法律措施来抑制上市公司高管的过高薪酬。这些专家的思想多年来主导着多数大学法学院的商业法律理论，尽管后来又兴起了所谓的芝加哥经济法学派，但他们仍然占据着统治地位。这些左派企业改革者的理论基础源于阿道夫·伯尔勒（Adolf Berle）（其姓氏发音与“surly”一词刚好押韵，参见《纽约时报》）[①]。他是哥伦比亚大学的法学教授，并认为资本主义国家可以选择苏联制度）以及20世纪30年代的哈佛经济学家加尔蒂纳·米恩斯的里程碑式

① 参见Robert L. Beisner, Dean Acheson，第16页。

著作。[1]

在他们的不朽名著《现代公司与私有财产》（*Modern Corporation and Private Property*）中，伯尔勒和米恩斯发现，股权分散的上市公司中所有权和控制权正在分离，其中控制权归管理者所有。[2] 他们担心，管理者会抵挡不住诱惑而根据自身利益进行管理，而不是保护所有者——股东的利益。他们主要的担忧是，这些管理者无论管理业绩如何都会为自己提供过高的薪酬。管理权和所有权的分离仍然是当今企业改革者关注的内容，他们不可避免地会以高额薪酬为名谴责上市公司管理层滥用职权。

以伯尔勒为首的公司法改革者最初试图通过建立"诚信"义务来促使管理者维护股东利益，而非一味追求自身利益，若管理层未履行"诚信"义务，将追究其个人责任。伯尔勒时代的经济学家继而认为应明确限制高管的薪酬，声称任何人的年收入都不得超过 100 万美元，这一说法在次贷危机期间被再次提起。在 20 世纪 20 年代股市高涨期间，随着高管薪酬的大幅增加，便出现了这一限制薪酬的观点。康奈尔大学法学教授乔治·华盛顿（George T. Washington）在《哈佛法律评论》（*Harvard Law Review*）中发表的"公司高管的最低工资"一文中指出："到 1928 年，美国最大的几家公司的高管每年获得高达 100 万美元，甚至 150 万美元的薪酬。"[3]

由于诚信义务被认为可以防止公司资产的浪费，20 世纪 30 年代，诚信义务被用来质疑美国烟草（American Tobacco）的一项巨额的薪酬计划。当时，股东已批准该激励计划，同意将收入增长超出基准额部分的 10% 作为高管的奖金。根据该薪酬计划，美国烟草的总裁在 1930 年获得了 84.2 万美元的奖金，而他当年的工资为 16.8 万美元。这笔巨额奖金主要源于第一次世界大战后香烟市场的火爆，然而，由于当时美国正陷入经济大萧条，该薪酬计划引起了公众极大的不满。

少数股东认为奖金计划违反了诚信义务，并对其提起诉讼。此案最终上

---

① 参见 Adolf A. Berle, Jr. , and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*。

② 同上。

③ 参见 George T. Washington, "The Corporation Executive's Living Wage", 第 733 页、734 页。

诉至最高法院，最高法院认为该薪酬计划数额巨大以至于到了浪费的地步，但在最终裁决中并未提出解决方案；相反，最高法院还将此案发回地方法院重审。[①] 此案最终达成和解，对该薪酬计划仅做了些许变更。在后来的诉讼中，纽约法院直接表示无能为力，因为法官认为自己无法评估这样一家大型企业的高管薪酬水平是否适当。[②]

1931 年，围绕伯利恒钢铁公司（Bethlehem Steel）的高管薪酬上演了另一场引人注目的争议。该公司的领导人是查尔斯·施瓦布（Charles M. Schwab），他在 20 世纪初因将他的钢铁厂出售给安德鲁·卡内基的美国钢铁公司（U.S. Steel）而名声大噪。美国钢铁公司后来成为首家 10 亿美元级的公司和全球最大的商业企业。作为回报，施瓦布担任了这家巨型企业的领导人，并获得在当时十分惊人的 100 万美元年薪。施瓦布是一个挥金如土之人，并因在蒙特卡罗的赌场进行豪赌而声名狼藉。施瓦布还花费近 400 万美元在纽约滨江大道建造了一座别墅，包括游泳池、健身房和发电设施。

在与美国钢铁公司董事会发生争执后，施瓦布回到了伯利恒钢铁公司并领导它成为了一家行业巨头公司。施瓦布在伯利恒钢铁公司建立了一个奖金制度，并在 1911—1929 年向高管支付了 600 多万美元。公司股东认为这些薪酬金额过高，违反了董事会的诚信义务。该事件引起了广泛关注，并通过法庭达成和解，但并未取得明显成效。

在另一起事件中，针对高管薪酬过高的著名矛头指向了美国城市银行（National City Bank）的首席执行官查尔斯·米切尔（Charles Mitchel），他曾在 1928 年获得了 140 万美元的奖金。1934 年，米切尔被指控与妻子通过股票回购计划进行所得税欺诈，其名誉也因此受损。他通过这种花招在 1929 年偷逃了 100 多万美元的所得税。该税务案件被上诉至最高法院，米切尔虽免于入狱，但不得不支付了销售税。

米切尔的劣迹不仅于此。他在晋升为美国城市银行的领导人之前，曾管

---

① 参见 *Rogers v. Hill*, 289 U.S. 582 (1933)。

② 参见 *Heller v. Boylan*, 29 N.Y.S. 2d 653, 669 (Sup.), aff'd, 32 N.Y.S. 2d 131 (App. Div. 1st Dept. 1941)。

理该银行的经纪自营商子公司，该公司因高压销售垃圾证券而臭名昭著。这起案例催生了《格拉斯—斯蒂格尔法案》（*Glass - Steagall Act*），并要求分离商业银行业务和投资银行业务，这一规定直到1999年才被废除。此外，米切尔曾对抗华盛顿联邦储备委员会（Federal Reserve Board）为抑制20世纪20年代股市泡沫而采取的提升利率举措，并导致华盛顿联邦储备委员会强化了立法活动。尽管米切尔已声名狼藉，然而对他在银行所获薪酬过高的控诉也仅判定为某些激励薪酬的错算。

在这些案件之后，乔治·华盛顿教授指出，虽然专家们认为没有人值得100万美元的年薪："但不论正确与否，在任何情况下，法院和律师都很难解决这一问题"。他还指出，到1941年，法院已拒绝对薪酬水平的合理性作出评判。

> 实际上，他们抛开"合理性"问题，只需思考"公司在董事的领导下是否诚信、公平地经营业务，并遵守法律的规定要求"。如果答案是肯定的，那么董事应可以判断向高管提供多少薪酬。①

奥维茨的薪酬

1941年乔治·华盛顿教授的文章发表后，人们大都放弃了在法庭上利用诚信义务来质疑公司高管薪酬，并转而支持其他改革。然而，进入21世纪后，当华特迪士尼公司（Walt Disney）向迈克尔·奥维茨（Michael Ovitz）提供了1.3亿美元的遣散费后，人们再次利用了这个理论对过高薪酬提出质疑。尽管奥维茨仅工作了14个月并且毫无业绩，但仍然获得了该笔报酬，这使他的月薪达到了920万美元。

尽管薪酬金额惊人，但特拉华州最高法院认为，华特迪士尼公司谈判达成雇用合同，进而针对极少量的工作支付巨额遣散费的行为并未违反诚信义务。法院认为，向奥维茨的付款受到商业判断规则的保护，该规则假定在没

① 参见Washington，"The Corporation Executive's Living Wage"，第733页、758～759页。

有违反受托义务的情况下，法院不会事后批评公司高管和董事的商业判断。[①]此案件表明，法院根本没有能力或意愿审查高管的薪酬水平是否过高，并且法院一般会尊重董事会对这些事项的自由裁量。

然而，奥维茨并未全身而退。他被牵涉到针对私人调查员安松尼·裴里卡诺（Anthony Pellicano）的刑事审判中，该调查员被指控为其客户从事非法窃听和恐吓。奥维茨曾聘请裴里卡诺调查一名记者，因为该记者写了对他的新公司——创新艺人经纪公司不利的文章。奥维茨本想建立该公司以便在好莱坞东山再起，但公司经营却并不成功，他声称报纸刊登的文章损害了客户的信心。据报社记者所说，她的电话遭到窃听，并受到了人身威胁，称暴徒曾试图驾驶奔驰汽车冲撞她。

无论如何，商业判断规则的广泛应用迫使公司改革者寻找其他方法来遏制过高的高管薪酬。他们并没有完全放弃，总检察长斯皮策对纽约证券交易所首席执行官理查德·格拉索所获1.87亿美元薪酬的批判便证明了这一点，虽然并未成功。该事件将在下文讨论。[②]

通过税收没收财产

用于遏制过高薪酬的另一种方法是联邦税法，即在通过第十六修正案之后，允许使用“累进”所得税，或者更准确地说，“榨取富人”税。1913年，首次根据该修正案对收入超过50万美元的少数群体征收7%的税款。这一税率后来增加到投资所得的65%。但是，在20世纪20年代，时任财政部长安德鲁·梅隆认为，较低的税率会促进经济增长，并减少当时大量投资于免税市政债券的富人避税。

尽管最初遇到一些挫折，安德鲁·梅隆在1926年最终说服国会将最高税率降低到25%。大部分人群，即收入低于4000美元的已婚申请人则完全免交税款。在该税率通过之后，梅隆宣称所得税已“成为一项阶级税而不是国家税”，且由于富有纳税人避税或逃税的动机得以减弱，这些改革将为政府带来

---

① 参见 *Brehm v. Eisner*, 2006 Del. LEXIS 307 (Del. 2006)。

② 详见 Charles Gasparino, *King of the Club*。

更多的收入，从而大幅减少国家债务。[①]

事实证明，梅隆的“供给侧”（supply-side）经济学理论在当时超前了数十年，因此，持续的时间很短。在大萧条时期，富人的税率被提高，直到他们的资产几乎全部被没收。1932 年，赫伯特·胡佛（Herbert Hoover）总统将最高税率提高到 63%，以此作为处理政府收入下降的“临时”措施。富兰克林·罗斯福总统于 1935 年提出的税收法案被普遍认为是“榨取富人”税，它将最高税率提高到 79%。

提高税率并没有为经济带来积极影响，甚至抑制了经济的增长，并导致资本继续隐藏。正如 1936 年一名企业高管在国会作证说的那样：“一项投资如果成功，那么大部分利润都归政府所有；如果不成功，那么个人将承担所有的损失。因此投资者在投资有风险的项目时就会犹豫不决。”[②] 这些重税以及 1936 年罗斯福政府对企业的一些其他打压政策使美国经济陷入了更深的萧条，仿佛又回到了前几年的恐惧恢复期。

有一位作家指出：

> 新政府领导人的税收政策带来了深远的影响。他们认为个人所得税既是融资手段，也是重新分配财富的手段。如，1935 年春，罗斯福总统抱怨道：税收法“几乎没有防止不公平的财富和经济权力集中”。批评人士抨击总统的计划属于阶级立法和没收性赋税。国会通过提高相对少数非常富有人士的税率对此作出谨慎回应，但拒绝扩大所得税基数以免将中产阶级家庭列入增税范围。尽管人们对“没收税”心存恐惧，但税收新政的再分配效果并不大。20 世纪 30 年代，富人收入占社会总财富的份额变化很小。[③]

最高税率在第二次世界大战期间达到 91%，但在 1963 年降低到 70%。降低税率是约翰·肯尼迪总统“改革”行动的一部分，他认为低税率将减弱富人避税和逃税的动机，并能堵住富人用来减少纳税的税收漏洞。但讽刺的是，

---

① 参见 Cannadine, *Mellon*, 第 318 页。

② 参见 Jim Powell, *FDR's Folly*, 第 83 ~ 84 页。

③ 参见 James W. Ely, *The Guardian of Every Other Right*, 第 138 页。

包括前总统德怀特·艾森豪威尔（Dwight D. Eisenhower）在内的共和党人反对肯尼迪的减税政策，并声称政府对巨大预算赤字不负责任。

即使在肯尼迪减税后，公司高管也无心通过高风险业务来增加收入，因为他们仍需缴纳70%的税收。然而，当风险业务成功带来高额回报时，许多富人可通过避税手段、基金会和其他方式避免或规避高税率。例如，可以合法使用石油枯竭津贴将应税收入从10万美元减少到1万美元。[①]

尽管反对者和支持者对其称呼不同，“死亡”税或“遗产”税是用来攫取公司高层职业生涯所积累的大量财富的另一种措施。死亡税对遗产中超过规定数额的部分再次征收50%的税额。然而，人们也可通过许多方案来逃避死亡税。很多富裕家庭的住宅在父母去世后看起来就像入室抢劫现场一样，因为他们的孩子会拿走所有的动产来避免缴纳遗产税。同时，用于规避遗产税的信托和基金会也应运而生，它们能保护财富不被重新分配。这些信托和基金会的产生也从根本上改变了最普遍的财富再分配机制，即三代人从贫穷到富有，再回到贫穷的美国模式，因为下一代往往会挥霍父母的财富。基金会和信托公司使得孩子们受到保护，财富也得到继承。肯尼迪和洛克菲勒家族就是最好的例子。

此外，还有另一种替代性最低税，它用来确保公司高管无论采用哪些避税手段，都需缴纳最低税额。在税务统计数据显示有2100万人没有缴纳任何税费后，这一税项于1967年得以通过。当然，像许多金融“改革”一样，替代性最低税带来了意想不到的后果。由于未考虑通货膨胀的影响，当许多中产阶级家庭的收入达到了替代性最低税的起征点时，他们的税收负担开始增加，而富人的税收负担却在减小。为此，国会于2007年底修订了这项立法，以减轻受此规定影响的中产阶级纳税人的负担，但很多人认为他们的收入还是受到了影响。该税项成为了约翰·麦凯恩（John McCain）参议员2008年总统竞选的一项议题。他承诺要废除替代性最低税，但后来在总统选举中落败。

---

① 参见Herbert S. Parmet, *George Bush*，第69页。

里根和布什的减税举措

罗纳德·里根（Ronald Reagan）强烈反对罗斯福和之后政府所规定的高所得税率。由于减税是共和党的一项主要方针，他在就任总统后便降低了最高边际税率。里根倡导梅隆在20世纪20年代的供给侧经济学。供给学派认为："高边际税率对美国工人和企业造成了错误导向，使得生产放缓，工作量减少，投资于避税项目而非生产性企业。他们认为，通过削减税率，人们将更加努力工作，进行更多投资。"①

里根和志同道合的理论家提出了拉弗曲线（Laffer curve，经济学家亚瑟·拉弗在餐巾纸上画出的著名曲线）来论证降低税收甚至可以促进经济增长，进而带来更多税收。他们还声称，税率越低，避税或逃税的动机越弱。

1983年，里根政府颁布法律，将个人所得税率降低了25%，资本利得税也从28%降至20%。1986年，公司税率从46%降至34%。先后担任白宫总参谋长和里根政府财政部长的詹姆斯·贝克三世（James A. Baker Ⅲ）在次贷危机之前吹嘘说，"我们的税收减免政策启动了迄今超过24年的非通胀持续性增长，其间只出现了两次适度的经济放缓"。②

乔治·赫伯特·沃克·布什（George H. W. Bush）接替里根担任美国总统，但由于未履行不增税的承诺（"听好了，不加税"）且美国也经历了增减税带来的经济短暂下滑后，他在竞选连任中失败。虽然里根的减税政策拥有很多支持者，但联邦预算的大量赤字最终迫使克林顿政府提高了税率。税率的提升似乎对促进经济和股市没有什么影响，直到2000年经济和股市均发生崩溃。根据父亲的经验，乔治·沃克·布什两次通过承诺减税竞选总统。与他竞争的民主党候选人则主张通过对富人征税进行财富再分配，从而开展阶级斗争。布什极其成功地降低了高收入者的税率。他甚至实现了临时性逐步取消遗产税。根据逐步取消的时间表，遗产税将在2010年彻底取消，但会在2011年全面恢复，除非国会采取行动继续废止该税，但这不太可能。丹·邓

① 参见 James A. Baker Ⅲ and Steve Fiffer, *Work Hard, Study … and Keep Out of Politics!* 第173页。
② 参见 James A. Baker Ⅲ and Steve Fiffer, *Work Hard, Study … and Keep Out of Politics!* 第189页。

肯（Dan L. Duncan）是一位身价90亿美元的得克萨斯州亿万富翁，在2010年去世后没有缴纳遗产税，从而节省了55%的财富。纽约洋基棒球队老板乔治·史坦布伦纳（George Steinbrenner）也受益于此。

尽管经历了一些坎坷，包括从克林顿政府接手濒临衰退的经济、“9·11”恐怖袭击和公司丑闻，美国经济在布什政府的领导下仍保持了强劲势头，直至次贷危机使经济陡然陷入衰退。在“次贷危机”之前，“反恐战争”预计导致的预算赤字也大幅削减。为了支持减税，布什政府认为富人缴纳了超比例的税款。2000年，收入排在前1%（年薪超过31.3万美元）的纳税人支付了37.4%的联邦所得税，而他们的总收入只占全国调整后总收入的21%左右。前5%的纳税人支付了55%的联邦个人所得税，而总收入只占调整后总收入的34%。即使在布什减税政策生效后，这种趋势也仍在继续。到2004年，前1%的纳税人支付了个人所得税总额的35%。其中，调整后总收入超过100万美元的人群共支付了1780亿美元的税款。

这些数据应该能够证明，富有的高管已根据税法得到了足够的惩罚。然而，仍有大量的数据可用于对富人展开阶级斗争。例如，2004年，前0.1%的纳税人的收入超过了后40%的纳税人。不断公开的巨额高管薪酬也引起了阶级嫉妒，而民主党试图利用这种嫉妒来赢得支持。在总统竞选活动中，奥巴马承诺增加资本利得税，即使有人向他指出，降低这些税收曾在过去实现了税收增加，而提高资本利得税可能会减少收入。奥巴马和麦凯恩都呼吁限制高管薪酬。麦凯恩说：“当今的美国反对企业贪婪。”当然，金钱是万能的，甚至在政治领域也是如此。奥巴马花7.45亿美元击败了麦凯恩，而麦凯恩筹集到的经费仅为奥巴马的一半。

麦凯恩的失败和民主党执掌国会可能意味着布什的减税政策将被废除，并恢复征收遗产税。奥巴马总统上任不久后便宣布计划将最高所得税税率从35%提高到39.6%，并限制富人的应税扣减额。税率的增加预计将使收入超过25万美元的纳税人缴纳的税款达3000亿美元。

奥巴马政府的预算项目包括6300亿美元的国民健康保险。然而，这项计划的成本预计会在未来10年内迅速飙升至1万亿美元以上，并且总赤字额经

修正后，预计将在未来10年达到9万亿美元。这笔款项拟通过对小企业和富人（收入超过25万美元的个人）追加征税的方法予以筹集。该提案引发了抗议，因为在布什政府的减税政策被取消后，政府已经不成比例地增加了这两个群体的税负，之后总统宣称，他将只对那些收入超过100万美元的个人追加征税。在修订该提案的同时，2009年纳税日（4月15日）爆发了“茶党”的全国性抗议活动，数十万人参加了此次活动并对奥巴马政府的支出计划提出抗议。这个草根茶党运动最后演变成了对奥巴马政府的普遍抗议。

第4节　薪酬安排

“黄金降落伞”

公司治理改革的另一项内容是“黄金降落伞”（golden parachutes）制度，这是一种雇用契约，它规定当公司被恶意收购时，需向公司高管支付大笔解雇费。这种规定的理论基础是，潜在的恶意收购威胁会使高管担心自身未来而无法专注于公司经营，“黄金降落伞”将消除这种担忧。在实践中，这对恶意收购起到了威慑作用，因为如果发生恶意收购，高管将带着他们的“黄金降落伞”离开公司，在此过程中劫掠其管理的业务，并耗尽公司财富。

“黄金降落伞”在1983年受到批判，当时威廉·阿吉（William Agee）在本迪克斯公司（Bendix）的控制权争夺中失败，并因此获得390万美元补偿。迫于对这笔付款的愤怒呼声，国会于1984年修订了《国内税收法案》（*Internal Revenue Code*），规定当解雇费超过高管平均年薪的3倍时，就要对其超出的部分征收20%的消费税，而同时公司也会失去相当于超出授予部分的税收减免。讽刺的是，该项税收只是使“黄金降落伞”变得合法化。在颁布该税之前，这种薪酬安排非常少见，但在1991年，已经扩展到了一半以上受调查的大型公司，在21世纪，扩展到了2/3以上的大型上市公司。

为了减轻消费税的影响，接受“黄金降落伞”的高管获得了额外金额（称为补偿费）用于支付税款。2008年，约2/3的标准普尔500指数公司提供

了数量不菲的补偿费。例如，北福克银行前首席执行官约翰·喀纳斯（John Kanas）获得了1.076亿美元补偿费，用于支付2006年被第一资本金融公司（Capital One Financial）收购后解雇费的应缴税款。

在次贷危机期间，为高管薪酬和津贴的应缴税款提供补偿费遭到了强烈反对。2009年，一些公司宣布，它们正在限制补偿费。例如，惠普公司下调了个人使用公务机的补偿费（使用公务机被作为薪酬而被征税）。然而，“黄金降落伞”制度仍在继续实施。詹姆士·基尔茨（James Kilts）在吉列（Gillette）和宝洁公司（Proctor & Gamble）合并后，获得1.8亿美元，这在媒体上引起了一片不满。凯撒娱乐（Caesars Entertainment）首席执行官华莱士·巴尔（Wallace Barr）在公司被哈利士酒店（Harrah's）接管后收到了2000万美元。与其他补偿费相比，该金额看似微不足道，但也遭到新闻界的批评。

高管仍有其他方法从公司获利。在采取毒丸计划以免遭诉讼后，他们通过在合并公司中持股来获得巨额利润。1989年，华纳兄弟公司的史蒂夫·罗斯（Steve Ross）在华纳兄弟与时代公司合并时捞取了近2亿美元。罗斯也是首位年薪超过1000万美元的上市公司高管，在1981年便达到了2200万美元。

另一种薪酬形式是为新聘高管提供大额签约奖金。一些高管获得了多年奖金承诺，这种做法在次贷危机期间遭到严厉抨击。高管退休金的数额有时也很巨大，例如，纽约证券交易所的格拉索获得的退休金就很高。即使被公司解雇的高管也会获得丰厚的补偿。例如卡莉·菲奥莉娜（Carly Fiorina）收到了一笔4200万美元的遣散费，尽管由她策划的惠普和康柏计算机公司合并项目早期便已停滞。卡莉·菲奥莉娜于2010年赢得了加州参议院席位的共和党提名。

辉瑞首席执行官亨利·麦克金内尔（Henry McKinnell）获得的2亿美元退休金也引发了不满。该公司在其领导下，股价下跌了37%。苏维瑞银行集团（Sovereign Bancorp）董事长兼首席执行官贾依·希度（Jay Sidhu）也被免职，但他仍获得了4000万美元的退休金。即使次贷危机也未能阻止高管薪酬的增长，2008年次贷危机达到顶峰时，公司高管养老金总额增长了19%。

另一种越来越受欢迎的薪酬安排是“金棺材”（golden coffin），即在高管

因公殉职后，支付并归入高管遗产的款项，其金额有时高得惊人。康卡斯特（Comcast）的首席执行官布瑞安·罗伯茨（Brian L. Roberts）的殉职补偿金达3亿美元，纳伯斯工业公司（Nabors Industries）78岁的高管尤金·艾森伯格（Eugene M. Eisenber）为2.88亿美元，平原勘探开采公司（Plains Exploration & Production）的首席执行官詹姆士·弗洛雷斯（James C. Flores）为1.65亿美元。波音公司的首席执行官詹姆士·麦克内尔内（W. James McNerney Jr.）若退休前死于办公室、公务机或其他场所，将获得相对较少的4220万美元。瑞德集团（Lazard）首席执行官布鲁斯·瓦瑟斯坦（Bruce Wasserstein）死后获得1.88亿美元殉职补偿金，这使他成为无论在世还是死后都名声在外的著名交易商之一。

“金棺材”计划还包括了死后工资，允许家庭成员获得限制性股票份额和遣散费。批评者认为这些支出并非基于业绩，应该加以抑制。美国州郡市雇员联合会（AFSCME）曾要求华特迪士尼公司进行股东投票来决定是否停止“金棺材”计划，并得到了加州公务员退休基金（CalPERS）和风险度量公司（RiskMetrics）的支持。风险度量公司是一家公司改革机构，它针对如何以政治正确的方式对公司代理提案投票，为机构投资者提供咨询。

另一种补偿策略为雇主也同时受益的高管人寿保险，如美国银行2009年为其高管购买了173亿美元的人寿保险。在2006年，国会试图限制这种做法，因为公司为了获得免税福利，甚至将其扩展到了低级别员工，并因此获得了“门卫保险”之称。2006年的立法将这种保险范围限制在薪酬处于前1/3的员工。

阶级斗争与围绕高管薪酬的定罪

抨击富人是富兰克林·罗斯福惯用的一种政治策略，即通过对富有的高管进行民粹主义攻击来开展阶级斗争。除其他方面外，罗斯福还声称商人是一个“愚蠢的阶层”[①] “那些伟大的促进者或金融巨头，我们给了他们一切，

① 参见 Conrad Black, *Franklin Delano Roosevelt*，第393页。

而他们却不能提供任何建设或发展成果，他们的日子到头了”。罗斯福还承诺，人们可获得“国家财富分配中的公平份额”。[1] 当然，阶级斗争和对富人的攻击对于美国政治来说并不陌生。在安德鲁·杰克逊（Andrew Jackson）总统与美国第二大银行的斗争中，他作出了深刻的控诉：“人民群众更加害怕富裕阶层与专业阶层的结合，即贵族政治，因为它依靠富人和专业人才的力量，暗中妨碍（有时能成功阻止）良好的政治制度对公民自由的保护”。

罗斯福开展的阶级斗争比之前的任何总统都要深远。为了支持罗斯福的攻击，国会命令联邦贸易委员会（Federal Trade Commission）和联邦税务总署收集高管薪酬的相关数据，之后每年予以公布。高管薪酬超过17500美元的公司将无法获得某些政府合同，并且复兴金融公司（Reconstruction Finance Corporation）被禁止向那些被认为高管薪酬过高的公司贷款，这也成为在次贷危机期间获得政府救助的条件。当然，早期的金融家没有采取避税方案。尤其令人不解的是，摩根大通所有的富裕合伙人在1931年和1932年都没有支付任何所得税。然而，由于他们在那些年里并没有获利，这也就在情理之中。

富兰克林·罗斯福在大萧条期间对商业的攻击扩大到“以税法为武器的恐怖主义活动”。[2] 曾批评罗斯福的经济计划的报纸出版商梅瑟·安纳伯格（Moses Annenberg）便是目标之一。罗斯福让安纳伯格不要多管闲事，并且罗斯福政府威胁像安然专案组一样对他提出刑事指控，并判罚147年徒刑。后来死于脑瘤的安纳伯格给出了与内森·黑尔（Nathan Hale）一样回答，他说很遗憾“没有足够的生命奉献给我的国家”。与安然专案组在多年后的做法一样，政府进一步威胁要起诉安纳伯格的儿子华特尔（一位受欢迎的出版商、慈善家和社会名流），之后安纳伯格便表示认罪。

罗斯福试图将安德鲁·梅隆关进监狱的努力失败了。大陪审团拒绝以税务欺诈罪起诉梅隆，可能是因为财政部在审查了他的收入来源和纳税情况后，发现尚欠他一笔退款。罗斯福政府针对税务申报单对梅隆提起的民事诉讼，导致了“臭名昭著的1935—1936年梅隆税务案审判”，该案检察官是未来的

---

① 参见David M. Kennedy，*Freedom from Fear*，第85页。

② 参见Cannadine，*Mellon*，第515页。

最高法院法官和纽伦堡战犯审判的检察官罗伯特·杰克逊(Robert J. Jackson),但检方最终以失败告终。

自梅隆税务案审判后,直到20世纪80年代,起诉企业高管才在很大程度上不再作为政治工具使用。20世纪80年代,一名颇具政治野心的检察官掀起了一场热血运动,他就是时任纽约检察长的鲁道夫·朱利安尼。朱利安尼攻击了一些华尔街运营商,但他最著名的案例是将“垃圾债券之王”迈克尔·米尔肯送进了监狱。当时,据报道,米尔肯所在的德崇证券公司仅在一年内便向他支付了超过5.5亿美元,该案也由此引发。政府采用了现在已成惯例的强硬策略,包括指控米尔肯的兄弟并派遣联邦调查局探员问询米尔肯92岁的祖父,强迫米尔肯承认他违反了一些复杂的证监会规定。

米尔肯最初被判处10年监禁,这在当时是一个令人惊讶的判罚,但后来刑期被大大缩短。本案以及对金融从业者定罪的其他案件(其中很多在上诉后因滥用职权和缺乏证据而被撤销),使朱利安尼成为了一个全国知名人物。这些起诉让他当选了纽约市市长,这是非常适合他的工作,但朱利安尼的政治生涯在2007年达到了强弩之末;他在2008年总统预选中的惨败终结了他成为总统的野心。有趣的是,朱利安尼退出政坛后成为了朱利安尼资本顾问公司(后来被他出售)的投资银行家,并担任了一家大型律师事务所的合伙人和一家安全咨询公司——朱利安尼合伙公司的负责人。

朱利安尼将米尔肯送进了监狱,这将成为在安然和世界通信公司丑闻后起诉名人金融家的模板。米尔肯的公司——德崇证券是美国第五大投资银行公司,也是经营最成功的投资银行之一,并在1986年获得5.45亿美元的利润,但因米尔肯的案件而元气大伤。1989年12月,朱利安尼以多项罪名对该公司提起诉讼,公司未提出异议并向政府支付了6.5亿美元的罚金。刑事指控加之巨额处罚,德崇证券被迫裁员5300人,这与安然倒闭后丧失的工作岗位数量大致相同。德崇证券此后一蹶不振,并于1990年2月宣布破产。

朱利安尼因对白领罪犯采取强硬的起诉措施而闻名,包括威胁目标高管的亲属,并要求涉案公司放弃它们的律师—当事人保密特权以免被起诉。这些策略成为了司法部的标准操作程序,并被安然专案组过度使用。接替朱利

安尼担任纽约检察长的艾略特·斯皮策也严格复制了这些强硬策略，但斯皮策的做法更加狂热，也更为无情。

理查德·格拉索的退休金

纽约州总检察长艾略特·斯皮策对纽约证券交易所首席执行官理查德·格拉索所获的1.87亿美元退休金安排进行了著名的抨击，并引起了媒体的大肆报道。媒体报道该巨额薪酬时正值安然和其他上市公司高管巨额薪酬事件的高潮阶段，其中一些公司为提升股价并增加高管认股权的价值，还参与了会计操纵。

由于纽约证券交易所本质上是一个私人俱乐部，无论格拉索获得多少薪酬，通常都不会引起多大关注。然而，安然时代丑闻触发了一波全新的民粹主义道德和嫉妒，并很快被斯皮策利用。与斯皮策的大部分起诉案件一样，这演变成了一场食物战争，波及了所有参与者却毫无结果。事实上，格拉索获得这一超大额退休金并非毫无道理。格拉索在交易所工作的35年中大约累积了其中的1.4亿美元，剩余部分将用于支付今后的工作，以免他提出退休。

格拉索并非来自特权阶级。他从大学退学，并开始了在纽约证券交易所的职业生涯。他虽然没有大学学位，但仍从办事员开始一路晋升成为首席执行官。纽约证券交易所在他的领导下，面对纳斯达克、电子通信网络和国际贸易的激励竞争，仍保持了自身的竞争力。2001年，纽交所在上市交易股票市场中所占的份额仍达85%。纳斯达克因电子通信网络的竞争而损失了30%的份额，但纽交所仅损失了7%。在格拉索的领导下，纽交所从1995年到2000年为其专业会员带来了21.2亿美元的利润。在格拉索的任期内，纽交所的会员价格几乎翻了一番，并且平均每日交易量从1991年的1.79亿股增加到2000年的约14亿股。在“9·11”恐怖袭击后，也是格拉索以强有力的措施使得纽交所重新开市。

然而，艾略特·斯皮策对此没有任何兴趣。他对格拉索提起诉讼，要求其退还薪水，因为不太可能保护纽交所强大而富有的会员。斯皮策依据的不充分理由是，纽交所是一个非营利性公司，格拉索的过高薪酬违反了纽约非

营利组织的相关法规。在一般情况下，州总检察长采取此类诉讼的对象都是慈善组织，即慈善组织高管通过不必要和不合理的薪酬掠夺慈善捐款的情况。在此案中，虽然盈利颇高的纽交所是一个非营利性组织，但其会员都是一些全球最富有的个人和金融机构，他们几乎不需要斯皮策的帮助来保护自身利益。

斯皮策试图援引犹他大学金融学教授的“专家”报告来削弱格拉索的成功管理业绩。该报告指出，在格拉索的任期内于纽交所上市的美国公司数量大幅减少，纽交所的市场份额略有下降，其交易量的增加与纳斯达克和伦敦证券交易所相当。然而，这忽略了一个事实，即格拉索面对电子通信网络的快速增长和来自国外的竞争保持了纽交所的竞争力，并通过维持以往的特许交易商制度使纽交所的会员大大受益。事实上，格拉索的继任者在面对电子通信网络的竞争时束手无策，并与一家电子交易所——群岛控股公司合并。之后，纽约证券交易所上市，并收购了一家欧洲电子交易所——泛欧交易所。为了达成该交易，纽交所不得不把一半的董事席位让给欧洲人，从而结束了美国人对其最古老、最受尊敬的一家金融机构的控制。纽交所之后转变为一个电子交易所并迅速关闭了交易大厅。

斯皮策对格拉索的起诉案的另一个问题是，纽交所在与群岛控股公司合并后变成了一个营利性公司。这提出了一个问题，即斯皮策通过诉讼追索的收益应该交给谁，是极其富有的前纽交所会员，还是入股该机构的新股东？除此之外，斯皮策的一些说法也很愚蠢。例如，他声称格拉索通过诡计使纽交所董事会批准了他的薪酬而不披露其金额。对包括大型经纪公司和其他金融机构负责人在内的精明人士而言，这种说法令人啼笑皆非，因为他们完全了解大额薪酬方案且本身就拥有这种薪酬。

斯皮策将纽交所当时的薪酬委员会负责人肯尼思·朗格尼也牵扯进了格拉索案，从而引起了更多的争议。该行动引起争议的原因在于，真正批准格拉索薪酬的是该委员会的前任主席卡尔·麦卡尔（Carl McCal），而斯皮策并没有起诉这位前纽约州审计官和势力强大的纽约民主党人。麦卡尔没有作为被告有其必然的原因——麦卡尔是纽约政坛上的一位有权势的人物，而斯皮

策当时的州长竞选活动需要麦卡尔的支持。

与格拉索一样，朗格尼面对斯皮策的指控拒不妥协。他激烈的抵抗行为激怒了斯皮策。通用电气的前领导人杰克·韦尔奇（Jack Welch）报告说，斯皮策曾告诉他要将朗格尼置于死地。奇怪的是，虽然斯皮策对格拉索提出指控，却对韦尔奇吹嘘说自己身价2000万美元，这对于一个从未从事过商业活动，并且大部分时间都在政府工作的人而言，实在身价不菲。民粹主义者斯皮策是家族财富的受益者，其家族总资产估计超过5亿美元。斯皮策的家族财富使他能拥有超过100万美元的年收入，并获得俯瞰中央公园的免费豪华公寓等福利。当斯皮策利用他父亲资助的数百万美元首次竞选检察长（当时他父亲经营着家族的房地产帝国），并被发现绕过选举法时，其财富也引起了人们的注意。

斯皮策并没有恐吓朗格尼。朗格尼在2005年向《纽约杂志》预言说，“无论如何，斯皮策对我所做的一切以及他对纽约商业环境的破坏，终将付出代价”。当斯皮策被曝参与嫖娼活动进而被迫辞去州长职务后，这一预言变成了现实。该丑闻披露后，朗格尼优雅地说“我毫不怀疑他缺乏品格和诚信。这只是一个时间问题，但我没想到他的结局来的这样快而且是通过这种方式”。他补充说，“我们每个人都有自己的地狱，我希望他的私人地狱比任何人的都更加火热”。证交会也忍不住在斯皮策事件中插上一脚。证交会起诉了朗格尼的投资公司——英维姆德联合公司侵占了热门股票IPOs中客户的利润。朗格尼在这场诉讼中胜诉，并继续开展与斯皮策的斗争。

格拉索的律师在纽约法院作出了坚决抵抗。被告方有许多重大发现，并就许多裁决提出上诉。一位审判法官针对两项罪名作出了有利于斯皮策的判决并认为格拉索至少需返还1亿美元，因为他没有向纽交所董事会充分披露薪酬安排的金额。法官似乎认为，这些在纽交所董事会任职的精明金融家要么太愚蠢，要么太懒惰，以致不会自行了解该金额。但格拉索不服判决，提出了上诉。

与此同时，中级上诉法院驳回了斯皮策指控的其余四项罪名。纽约上诉法院（该州的最高上诉法院）维持了这项判决。法院认为，由于纽交所现在

是一个营利性公司，因此该案件不能再根据纽约的非营利法规进行起诉。几天后，上诉法院驳回了剩余的指控，取消了审判法官作出的有利于斯皮策的判决。上诉法院还撤销了朗格尼案。此时，斯皮策已经离任，正在进行自己的薪酬改革的继任检察长安德鲁·古莫也就此放弃了对格拉索案的指控。据估计，有关各方在这项诉讼中花费了约7000万元。朗格尼评论道："上一任检察长在这件事上浪费了纳税人的资源，堪称该部门历史上最错误和最不负责任的行为之一。"然而，事情并未就此结束，联邦税务总署对纽约泛欧交易所为格拉索支付的1.61亿美元减免税款又提出了质疑。

第5节　证券交易委员会全面披露政策

背景

联邦证券法的"全面披露"（full disclosure）理论一直被用来遏制高管薪酬过高。该理论认为，信息披露不仅有助于投资者在知情情况下作出投资决定，而且还会遏制公司管理层的权力滥用行为。路易斯·布兰德斯（Louis Brandeis）有一句名言："阳光是最好的消毒剂，电灯是最有效的警察。"[①] 布兰德斯是一名权威的银行和保险公司等金融服务企业改革家和批评家，其全面披露理论在联邦证券法中大受欢迎。

全面披露改革的主要目标之一是高管的过高薪酬。公司高管通过提高自己的薪资水平来补偿在1929年股市崩溃后基于利润计算的奖金的减少，从而推动了高管薪酬过高的现象出现，而这些薪资水平的增加却伴随着成千上万的雇员被解雇并陷入贫困境地。作为遏制过高薪酬的一部分，1933年颁布的《证券法》[②] 要求公开披露公司向公众发行股票方面的所有重要信息，包括高管薪酬。若薪酬超过25000美元，那么在公开发行之前向证交会提交的注册声明计划表中需披露上一年度和发行后一年度高管与董事的薪酬。该计划表

① Louis Brandeis, *Other People's Money and How the Bankers Use It*，第92页。

② 参见Pub. L. No. 73-22, 48 Stat. 74。

还需识别公司股票期权和持有人身份等信息。

《1934 年证券交易法》[1] 还要求上市公司披露除年薪超过 20000 美元以外的其他董事和高管的薪酬。此外，还需公开奖金和分红计划以及注册股期权等信息。1938 年，证交会进一步规定了股东委托书中的高管薪酬披露要求。之后，证交会还会定期调整其各种薪酬披露要求。例如，1978 年，证交会要求以表格形式披露包括期权在内的所有直接和间接的薪酬。1980 年，证交会修改规则，要求披露未行使期权的金额。1983 年，证交会又要求采用“叙述性方法”进行披露。然而，新的规定只要求披露通过行使期权实现的净值。

1992 年，证交会对披露的规定作了重大调整，要求从叙述性披露方式转变为格式化表格披露。证交会加入了当时为避免高管逃避大额支出的薪酬改革运动，并试图通过披露来阻止过高薪酬。此外，证交会通过的规则还要求披露首席执行官和其他四名拥有最高薪酬管理人员的薪酬；要求薪酬委员会说明在设定首席执行官薪酬时所使用的绩效因子，并讨论关于其他执行官薪酬的政策。公司还必须使用布莱克—斯科尔斯模型或其他公认的估值方法来披露授予高管的期权价值。此外，公司股价还需与股票指数，如标准普尔 500 指数的表现进行对比。

披露失败

证交会的披露要求并没有遏制高管薪酬。相反，正如通常的政府监管一样，教条主义的干预带来了意外后果。这些披露要求使得高管们更乐于竞争更高薪酬，并且披露实际上使得再高的薪酬也变得合法，因为只要披露了薪酬，便没有任何过错。通过“同行小组”（peer group）审查，将首席执行官薪酬方案与同行其他首席执行官的薪酬方案进行对比后发现，竞相增加高管薪酬已经变得制度化。这意味着同行中的每个高管都在相互竞争，从而推动了薪酬的增加。此外，还可以操纵同行小组的选择来确保最高的薪酬方案。

---

① 参见 Pub. L. No. 73－290，48 Stat. 881。

在那些声称经常采取这种做法的人中，格拉索就是其中的代表。[①]

证交会的披露要求促使了薪酬顾问行业的产生。薪酬顾问负责搜寻证交会报告中那些有利的信息，力求为其客户创造更为可观的薪酬，这些方法也很快被其他人所模仿。此后不久，便有人通过集体诉讼对这类顾问服务提出了质疑，声称其存在利益冲突并违反了诚信义务。然而，这反而为股东吸收更多资金提供了机会，或者给消费者带来了更大的负担。事实上，薪酬顾问很快就要求公司客户就他们为公司所提供建议而引起的索赔作出赔偿。而一旦获得赔偿，他们可能就更会想方设法地寻找获得更高赔偿金额的理由。

一项研究指出，1993—2003 年，

> 高管薪酬的增长远远超过了企业规模、业绩和行业分类的变化所能解释的范围。如果薪酬与规模、业绩和行业分类的关系在 2003 年与 1993 年保持不变，那么 2003 年的平均薪酬将只是实际规模的一半。[②]

另一项研究则表明，从 1992 年（通过证交会条例）到 2006 年，首席执行官的薪酬增长了 4 倍，而一般工人的实际工资却有所下降。[③] 证交会的全面披露制度也被大部分美国公司所破坏，因为高管人员试图满足金融分析师的期望并提高股票价格，以便从激励计划中获得巨额利润。

证交会的再次尝试

2006 年，证交会通过要求更多的披露来再次遏制过高薪酬。这迅速成为了热点话题，事实上，证交会收到了 2 万多封关于新政策的意见信。通过的修正案扩大了必须披露薪酬的高级管理人员的人数，披露范围包括主要执行官、主要财务官、其他高薪高管和董事会成员。不久，证交会便通过发行专

① 参见 Masters, *Spoiling for a Fight*, 第 182 页。

② 参见 Lucian Arye Bebchuk and Yaniv Grinstein, "*The Growth of Executive Pay*", 第 283 页。

③ 参见 Joann S. Lublin and Scott Thurm, "*Behind Soaring Executive Pay, Decades of Failed Restraints*",《华尔街日报》, 2006 年 10 月 12 日, A1 版。

刊解释了这些规则的操作方式。[①]

证交会在原始提案中对电视网络和体育明星高薪酬披露的要求引起了争议。证交会迅速撤回并修订了该提案，只要求披露那些有管理职务的员工薪酬。根据修改后的规则，高薪的哥伦比亚广播公司新闻主播不再需要披露薪酬，这一规则很快被戏称为“凯蒂·库里克修正案”。一直以来也没有充分的解释来说明为什么披露新闻主播的极高薪酬不合适，而公司高管的薪酬方案却必须接受公众监督。在任何情况下，电视指南（TV Guide）都毫不犹豫地披露了凯蒂·库里克（Katie Couric）的薪酬，据报道，即使在2009年职业生涯的下滑阶段，她的年收入也达到了惊人的1500万美元。[②]

证交会在允许高管少报告期权报酬后仅数月，便意外地在圣诞节修改了这一新规定。《纽约时报》在头版社论中对此次修改进行了指责并采取了后续谴责行动。[③] 修正案最终并未减缓高管薪酬的上升，反而增加了混乱。2008年3月21日，《华尔街日报》就在头版新闻中指出，证交会新的高管薪酬披露规则只会导致披露更加冗长、更加复杂和混乱，甚至“不可思议”。

某些高管获得的薪酬金额确实非常巨大。2003年，高露洁棕榄公司（Colgate－Palmolive）首席执行官鲁本·马克（Reuben Mark）的薪酬高达1.41亿美元。同年，苹果电脑公司（Apple Computer）的史蒂夫·乔布斯（Steven Job）收入7400万美元，联合技术公司（United Technologies）的乔治·戴维（George David）收入7000万美元。百视达的约翰·安蒂奥科（John F. Antioco）在1999—2004年的薪水将近2000万美元，外加无数股票期权，而在安蒂奥科在任期间，百视达公司却亏损30亿美元。再如，IAC/互动首席执行官巴利·迪勒（Barry Diller）在2005年收入达4.7亿美元。根据《华尔街日报》报道，迪勒还拥有先进的公务机，仅2004年就在公务机上花费惊人的83.2万美元。小华莱士·马龙（Wallace D. Malone Jr.）在美联银

① 参见 Sue Morgan et al., *Executive Compensation Disclosure Handbook*。

② 参见“Who Makes What”, *TV Guide*, August 10－23, 2009, 第26页。

③ 参见 Floyd Norris, “S. E. C. Change Reporting Rule on Bosses' Pay”,《纽约时报》, 2006年12月27日, A1版; 同前, “Does S. E. C. Know What It Is Doing?”《纽约时报》, 2006年12月29日, C1版。

行（Wachovio）收购其所领导的南方信托银行（SouthTrust Bank）后，获得了1.35亿美元的退休金。

第6节　薪酬担忧升温

薪酬政治

随着21世纪的到来，首席执行官薪酬过高成为各方关注的政治问题。各大报纸经常在头版头条上报道高管薪酬过高。高管薪酬过高甚至成为2004年国会选举中的一个竞选议题。报纸的攻击直接促使时任总统乔治·沃克·布什（George W. Bush）要求华尔街采取行动。他指出，董事会必须采取行动，通过薪酬与绩效直接挂钩来遏制高管薪酬，但20世纪90年代的股票期权改革已然证明这样做结果将是灾难性的。布什总统确实没有实施政府干预，但他的威吓并未取得实际效果。

2006年4月9日，《纽约时报》将其周日商业专刊全部用于报道薪酬过高问题。《纽约时报》公布了大约200家公司在2005年向其首席执行官支付的薪酬表。图表数据显示，首席执行官平均薪酬在一年内增长27%，达到11304000美元，中位薪酬为8431691美元。过高的高管薪酬引起新闻媒体一片哗然，例如，家得宝公司向首席执行官罗伯特·纳德利（Robert Nardelli）支付2.45亿美元薪酬。2006年5月，《纽约时报》头版新闻就曾指出，在罗伯特·纳德利任职期间，公司股价停滞不前，一些家得宝股东对其不佳的表现感到非常气愤。为了平息异议，家得宝宣布斥资30亿美元回购股票以推高股价。然而，这一努力却以失败告终，2007年伊始，纳德利这位曾经是通用电气明星高管的首席执行官突然辞职。家得宝股价在其任职期间下跌了15%，而其主要竞争对手劳氏（Lowe's）的股价却几乎涨了2倍。纳德利的继任者在任职的第一年获得的薪酬较少，仅为890万美元。当然，对于一般员工来说，这个数额也已经很高了。

纳德利的被迫辞职成为《纽约时报》和《华尔街日报》的头版新闻，占

据了《纽约时报》商业版的大部分版面。两家报纸随后都刊发其他后续故事。公司治理改革者声称纳德利的辞职是一场胜利，但公司需要为他的辞职支付2.1亿美元，其中有2000万美元是公司给他的遣散费。这笔金额还不包括纳德利在任时获得的6350万美元薪酬。《纽约时报》也不得不承认，尽管改革者付出巨大努力，但高管的薪酬仍在继续攀升。[①]

第7节 激励性薪酬

期权

这种荒唐事在20世纪80年代达到顶峰。此时，企业改革者开始提倡另一种机制，即通过授予期权将股东利益和管理者利益绑在一起。以哈佛商学院迈克尔·詹森（Michael Jensen）和罗切斯特大学凯文·墨菲（Kevin Murph）为首的理论家提出，股票期权可以激励管理层付出更多努力，提高公司股票价格，从而惠及股东并增加股票期权的价值。但这一理论的前提假设是，如果只给管理层提供高薪，则无法激励他们努力工作，反而促使他们把时间花在高尔夫球场或其他休闲活动上。

国会希望通过1993年颁布的《综合收入调节法》（*Omnibus Revenue Reconciliation Act*）来助推公司治理期权改革。这项法案规定，未经董事批准，公司从首席执行官和其他四名薪酬最高员工的薪资中扣除的税项免除额不得超过100万美元，但与绩效挂钩薪酬不计入该扣除上限内。这一税项免除规定旨在推动公司高管将期权作为薪酬，从而确保管理者利益与股东利益保持一致。

向高管发放的激励性股票期权是有优势的。它们可用来获得税收优惠的资本收益，而无须在持有时间达到规定期限后，按较高的边际所得税税率缴税。对于高管来说，直到近期，期权都还有一个优势。与薪水不同的是，期

① Eric Dash, "*Compensation Experts Offer Ways to Help Curb Executive Salaries*,"《纽约时报》，2006年12月30日，B1版。

权奖励在公司账簿不会记为费用，这就意味着无论高管通过行使期权获得多少收入，期权授予对公司盈利都没有影响。这一点非常重要，因为公司盈利与股价休戚相关。如果奖励通过现金支付，就必须在公司账簿上记账，这样会造成公司盈利相应减少。

在1993年《综合收入调节法》颁布之后，上市公司对薪酬计划进行重组，薪金上限设置为100万美元。事实上，该项可扣除工资上限成为首席执行官的“最低工资”。[①] 如国会所愿，期权在公司高管薪酬计划中流行起来。1992年，证交会指出，期权是“高管薪酬中增长最快的领域之一”。[②] 200家领先的美国工业和服务公司中，90%以上开始使用股票期权来支付高管薪酬。到2000年，约80%的高管薪酬均以期权形式支付。

这次公司治理改革变成一场灾难。正如证交会主席曾沮丧地说，“这次税法改革值得放置在‘意外后果博物馆’最显眼之处”。[③] 与预期吻合的是，税收改革成功推动了高管薪酬向期权模式转变，这是因为期权薪酬与业绩挂钩，而且还豁免了工资税项免除额不得突破100万美元的限制。但是，它也产生了一些没有预料到的影响，催生了在安然时代丑闻中曝光的大规模会计操纵，这些操纵行为是为了推高股价，从而高管通过行使期权获得更多收入。

总的来说，股票期权薪酬制度没能有效限制高管薪酬，20世纪90年代，高管薪酬总额增长了450%。在首席执行官一级，薪酬总额在这一时期增幅惊人，达到2500%。另一项研究表明，在21世纪之前，首席执行官的薪酬与本机构其他高级职员的差距自20世纪60年代以来翻了一番。首席执行官获得越来越多的期权类“巨额赠款”（100万股期权），期权到期时，就会被“再装”期权（“再装”期权是指在行使已授予的原始期权之后额外授予的期权，到期日有与原始期权相同，且在股票价格下跌后，行权价格将被“重置”为较低水平）替代。

---

① 参见 Pub. L. No. 103 - 66, 107 Stat. 312 (1993), codified at 26 U. S. C. §162 (m)。

② 参见 Lublin and Thurm, “*Behind Soaring Executive Pay, Decades of Failed Restraints*”。

③ Eric Dash, “*Congress Is Urged to Hold Off Acting on Options and Pay*,”《纽约时报》，2006年9月7日，C3版。

例如，甲骨文公司（Oracle）负责人拉里·埃里森（Larry Ellison）在一年内获得7.06亿美元的期权。戴尔公司负责人迈克尔·戴尔（Michael Del）的年薪为2.33亿美元。花旗集团的桑福特·威尔（Sanford Well）在担任总裁期间获得近10亿美元。华特迪士尼的迈克尔·艾斯纳（Michael Eisner）在1998年的薪酬为5.75亿美元，并从公司获得9亿多美元的总薪酬。联合健康集团（United Health）的威廉·麦圭尔（William McGuire）获得了惊人的22亿美元薪酬。联合健康集团另一位高管也获得8.53亿美元。第一资本金融公司的理查德·费尔班克斯（Richard D. Fairbanks）在2005年的薪酬为2.5亿美元。

为了限制薪酬，企业改革者力图要求上市公司就期权授予支出相关费用。这一改革将会导致收益减少，对股价造成不利影响，因而高管更难从巨额期权授予中获利。20世纪90年代，这一想法引起财务会计准则委员会的关注，该委员会随即提出一项提案，要求就期权授予支出相关费用。但反对者称，很难评估期权授予应支付多少费用。期权费用的想法也遇到那个时代网络泡沫公司的顽强抵抗，因为这些公司使用期权激励来吸引和留住人才。1994年5月，参议院以压倒性多数通过了一项决议，谴责就期权授予支出相关费用的方案，这一决议直接导致财务会计准则委员会放弃这一方案。

期权效应

为了满足分析师的预期，上市公司高管关注季度收益报告的短期管理。季度报告制由证交会于1970年引入，现已成为评估上市公司股票的晴雨表。股价上涨主要取决于金融分析师的观点。如果不能达到分析师形成“共识”的当季盈利预测，公司股价就会急剧下跌，损害高管股票期权的价值。

由于需要保持季度盈利持续增长，管理层就会将注意力集中在短期目标上。这种负面效应意味着高管人员不愿意关注长期计划，因为它们在产生利润前，可能会在相当长的时间内拖累盈利状况。虽然股票期权薪酬制度的这种缺陷非常明显，但直到2006年7月企业伦理商业圆桌会议学会（Business Roundtable Institute for Corporate Ethics）呼吁高管停止向分析师提供季度指导

后，才受到广泛认同。圆桌会议学会指出，人们已经痴迷于季度盈利目标，上市公司也不再重视长期目标和规划，这种情况在安然公司得到广泛证实。安然公司在2000年股东大会上宣布，公司随时都在“关注每股收益”。2000年，安然公司200多位高管均获得超过100万美元的薪酬。总的来说，安然公司高管在当年获得的总薪酬达14亿美元。

大型企业不可能每个季度都实现盈利增长。随着业务的发展和成熟，有些季度会下滑，有些季度则会上升，但金融分析师需要持续的季度增长。如果不符合金融分析师的季度预测，则“趋势”投资者就会立即抛售公司股票。这给管理层带来了过度的压力，他们只能通过在账上做手脚来控制季度收益，以保持股价上涨。当管理层用尽各种手段后，股票价格就会不可避免地出现崩盘，导致毫无戒心的股东损失巨大。在安然丑闻、世界通信丑闻和同时代的其他会计丑闻中，这种情况层出不穷，屡见不鲜。

期权薪酬制度并没有将股东价值与管理层价值绑在一起。相反，期权薪酬在短期内为管理层带来难以想象的利润，但从长期来看，却使投资者蒙受巨大损失。即使是被誉为“股东价值”运动（这场运动已主导商业世界20多年之久）之父的通用电气前首席执行官杰克·韦尔奇也认为，“高管如此关注季度利润和股价上涨，这是一个多么愚蠢的想法”。韦尔奇还指出，提高公司股价不应该是高管的主要目标，“认为股东价值是一种战略的想法非常荒唐。股东价值是管理层和员工共同努力的结果”。[1]

安然时代的会计丑闻引发了新一轮的高管薪酬改革。在安然时代丑闻之后，财务会计准则委员会匆忙跳出来，重新提出期权费用方案，并在公司丑闻反对声音减弱后，接受期权费用要求，但这也无助于遏制高管薪酬的增长。虽然一些公司确实停止了期权授予，但密歇根大学的一项研究结论认为，授予高管期权的公司数量非但未因期权费用要求而减少，反而上升了约24%。这一改革也没有阻止高管薪酬过高的这一弊端。

① 参见 Francesco Guerrera，“*Welch Condemns Share Price Focus*”，《金融时报》，2009年3月13日。

第8节 更多丑闻

倒填期权日期

面对新一轮期权丑闻，证交会及时出台了2006年高管薪酬披露规则修正案。金融研究与分析中心（Center for Financial Research and Analysis）研究发现，为了帮助高管在行权时赚取更多利润，期权的授予日期被大规模倒填，许多上市公司高管都陷入这一丑闻。

130多家公司受到调查，涉及多个行业。一项研究发现，大约850名首席执行官通过倒填期权日期增加了自己的薪酬；另一项研究估计，大约2200家公司有这种做法，甚至负责监督公司管理层的外部董事也通过这种方式获取薪酬。许多公司的高管和董事也因此被迫辞职，包括苹果计算机公司（Apple Computer）、博科通讯系统公司（Brocade Communications）、布鲁克斯自动化公司（Brooks Automation）、中网在线（CNET）、环球怪兽集团（Monster Worldwide）、包尔英特公司（Power Integrations）、隆巴斯公司（Rambus）、维特斯公司（Vitesse）、BCGi公司以及新美亚（Sanmina - SCI）等。

科林斯学院（Corinthian Colleges）承认倒填了期权的授予日期，从而利用“9·11”恐怖袭击后的价格反弹获利。儿童餐饮连锁企业查克芝士（Chuck E. Cheese）也同样要求母公司赛克娱乐（CEC Entertainment）进行高达3000万美元的重述以反映期权相关费用。冠群电脑承认将期权的日期倒填回两年前。由于倒填期权日期，博通公司（Broadcom）公告称在1998—2003年少报了15亿美元的费用，并按该金额重述财务报表。美科利互动公司（Mercury Interactive）也通过这种操作进行5.25亿美元的财报重述，证交会为此对该公司四名高管提出多项指控，但均被联邦地方法院驳回。

证交会指控模拟设备公司（Analog Devices）倒填期权日期，后者同意缴纳300万美元的罚款和解。2009年2月，负责生产黑莓通信设备的移动研究公司（Research in Motion）高管同意支付7500万美元，以和解有关倒填期权

日期的指控。有线电视系统公司（Cablevision）被发现通过倒填期权日期，向某位已经逝世的副总裁授予期权。

由于内部报告发现期权的授予日期被倒填，联合健康集团首席执行官威廉·麦奎尔被迫辞职，但他并没有受到严惩。麦奎尔通过股票期权从公司获得了超过22亿美元，包括一份价值10多亿美元的退休计划（这还是为了反映授予时的实际价值而重新计算后的金额）。此外，麦奎尔每年还领取500万美元的养老金，继续使用公司的公务机，并享受多种其他福利。如果支付给麦奎尔的金额在税务上被视为“黄金降落伞”（高额离职补贴），则麦奎尔还有权要求调增总额以覆盖相关费用。

联合健康集团的高管同意放弃3.9亿美元源自倒填期权日期的薪酬。此外，公司还同意支付9亿美元以和解股东为此提起的集体诉讼。麦奎尔另外退回了3000万美元并上交300多万股公司股票的期权，后者价值超过6亿美元。联合健康集团总法律顾问大卫·鲁本（David Lubben）同意缴纳90万美元的罚款并放弃140万美元的薪酬。此外，他还被禁止在五年内担任上市公司高管或董事。但这并未促使联合健康集团停止发放巨额薪酬。2009年，麦奎尔的继任者通过行使股票期权将近亿美元收入囊中。

由于难以证明股东遭受了损失，有关倒填期权日期的私人诉讼往往只是以轻描淡写的和解收场。由于无法证明存在故意欺诈，美国联邦第十一巡回上诉法院驳回了针对韦特尼斯系统公司（Witness Systems）倒填期权日期的集体诉讼。为了追偿通过这种方式赚取的利润，股东代表对贝德巴斯公司（Bed Bath & Beyond）提出派生诉讼，但被某纽约州法院驳回。而某联邦法院也驳回了针对ePlus倒填期权日期的集体诉讼。

一份调查发现，2000—2004年，48家公司的高管通过倒填期权日期将其平均薪酬增加了1.25%，达到60万美元。丑闻曝光后，这些公司的股价平均下跌8%，市值蒸发了5亿美元。这种过度反应也许是因为股东仍未走出安然时代的丑闻恐慌，此外也说明高管薪酬政治更多是被负面的公众意见所左右，而不是这种受质疑的做法对公司盈利的实际影响。但它对媒体确实具有实实在在的价值，例如《华尔街日报》就因报道倒填期权日期获得普利策奖。

起诉

证交会和司法部开始调查倒填期权日期的做法。苹果计算机公司的史蒂夫·乔布斯（Steve Jobs）被发现倒填期权的日期，但最终获得公司和证交会的原谅。苹果公司总法律顾问南茜·海因能（Nancy R. Heinen）也参与了公司的倒填期权日期行为，她同意支付220万美元，这包含了她通过倒填期权日期获得的利润和利息，以及20万美元的民事罚款，从而和解证交会提起的诉讼。苹果公司的另一位高管弗雷德·安德森（Fred Anderson）支付了350万美元以和解类似的指控。

证交会指控工程支持系统公司（Engineered Support Systems）的两位高管倒填期权日期，但案件在证交会陈述后立即被地方法院驳回，因为证交会无法证明该公司的股票期权计划禁止倒填授予日期。2009年3月，奎斯特软件（Quest Software）及其三位高管被指控从1999年开始将期权日期倒填三年，为此他们同意支付30万美元和解。美信集成产品公司（Maxim Integrated Products）首席执行官约翰·吉福德（John Gifford）被证交会指控不正当地倒填股票期权日期，为此他同意支付80万美元和解。证交会还盯上了美科利互动公司的薪酬委员会成员，因为他们批准了为该公司某高管倒填期权日期。由于涉及倒填期权日期，大约13名上市公司高级律师也被迫辞职。2002年《萨班斯—奥克斯利法案》要求律师监督客户行为，结果他们监守自盗，直接与管理层沆瀣一气，同流合污。

令人意外的是，政府极少对涉及倒填期权日期的高管进行刑事起诉。但博通公司副总裁南西·图罗斯（Nancy Tullos）就是极少数被刑事起诉的人之一，她承认指使一名员工删除讨论倒填期权日期计划的电子邮件，因此构成妨碍司法罪。图罗斯在一起相关的证交会诉讼中被罚款136万美元。2008年5月，证交会指控博通公司的另一些高管不正当地将期权日期倒填回1998—2003年。博通公司同意支付1200万美元以和解证交会的指控，并因倒填期权日期而将过去五年的利润扣减7.5亿美元。

2008年6月，博通公司首席执行官亨利·尼古拉斯三世（Henry T. Nich-

olas Ⅲ)因参与此活动被起诉，此外他还被指控在其他高管的饮料中下药。但政府检察官的重拳策略再次遭遇滑铁卢，联邦地方法院法官科尔马克·加尔雷（Cormac J. Carney）驳回了针对两名博通高管的全部刑事指控，同时驳回了针对他们的全部证交会指控。法官裁定，政府恐吓且不恰当地影响三名辩方证人，并向媒体泄露大陪审团的证言。此外，法官还裁定博通公司联合创始人亨利·萨缪里（Henry Samueli）的有罪供述是在受到胁迫下作出的，因此无效，并要求政府提供不应驳回针对尼古拉斯的起诉的原因，包括下药指控。在裁定作出后，博通公司立即以1.6亿美元和解了有关其倒填期权日期的集体诉讼。

KB房地产公司（KB Home）因次贷危机遭受重创，而公司首席执行官布鲁斯·卡拉兹（Bruce Karatz）因涉及倒填期权日期被起诉，更是雪上加霜。2010年，卡拉兹被判决有罪，之前他已经同意支付700万美元，以和解证交会就此行为提出的指控。卡拉兹获得了将授予日期倒填回1999—2005年的期权，由此得利600万美元。2005年他的薪酬总额为4300万美元，2002—2005年他在公司领取的收入总额超过2.3亿美元。

2007年8月，由于参与倒填期权日期，博科通讯系统公司首席执行官格雷戈里·L. 雷耶斯（Gregory L. Reyes）被判有罪，判处有期徒刑21个月，并处罚金1500万美元，成为第一例受审的此类案件。雷耶斯向审计人员隐瞒了数百份被倒填回2001—2002年的股票期权。但由于检方的不当行为，该判决被第九巡回上诉法院撤销。检方明知博科公司的员工知情，却谎称雷耶斯向其员工隐瞒了倒填期权日期的行为。2010年3月重新审理后，雷耶斯再次被判决有罪。

博科公司的另一名高管、人力资源总监史蒂夫妮·詹森（Stephanie Jensen）也因隐瞒该公司的倒填股票期权行为而被判有罪。詹森被判处4个月有期徒刑，并处罚金125万美元，但上诉法院仅维持了部分判决。上诉法院推翻了对她妨碍司法的判决，并裁定重审。后来，她的刑期被减少至两个月。博科公司同意支付1.6亿美元，以和解有关其倒填期权日期行为的集体诉讼，但尚不明确为什么公司要向自己的股东支付这一金额。

迈克菲公司总法律顾问肯特·罗伯茨（Kent Roberts）因涉及倒填期权日期行为而被刑事起诉，但在三周的审理后被宣告无罪。后来，证交会同意撤销因同一行为而对罗伯茨提起的民事诉讼。塔克图互动软件公司创始人瑞安·布兰特（Ryan Brant）是《侠盗猎车手》（*Grand Theft Auto*）视频游戏的创造者，他承认了伪造文件以倒填期权日期的行为。为此他缴纳了100万美元的罚款并同意向证交会支付630万美元以和解相关指控。塔克图公司同意向证交会支付300万美元，此外支付了30万美元以和解纽约郡地方检察官提起的诉讼。

康维科技（Comverse Technology）的三名高管因倒填期权日期的行为而被起诉。其中一名高管雅格布·柯比·亚历山大（Jacob "Kobi" Alexander）在14年间通过期权赚得1.38亿美元，其中640万美元来源于倒填日期。亚历山大逃离了美国但在纳米比亚被捕，他的资金也已经转移到了那里。在办理引渡程序期间，他获得了保释。但引渡的前景并不确定，因为纳米比亚与美国之间并未签订引渡条约。亚历山大由此与罗伯特·韦斯科和艾迪·吉尔伯特一样成为一位名人难民。他依然时常见诸报端，《华尔街日报》的一篇封面文章描绘了他儿子在纳米比亚长达4天的受诫礼，包括一个来自以色列的乐团和200位从纽约和以色列飞来的贵宾，一切费用都由亚历山大承担。

赛孚耐（SafeNet）首席执行官卡洛里·雅各（Carole Argo）承认她倒填了数亿美元的员工股票期权。她被判处6个月有期徒刑并被罚款100万美元，且同意退还23.6万美元的倒填期权日期获利。环球怪兽集团总裁詹姆士·特雷西（James J. Treacy）通过倒填日期获利1350万美元，因此被起诉并被判处24个月有期徒刑。环球怪兽集团的另一位高管安德鲁·麦克凯尔维（Andrew McKelvey）由于病危而得以推迟起诉。截至此时，已经有24因为倒填期权日期被起诉。

其他滥权行为

上市公司高管利用公款大规模回购本公司股票以提高股价，他们的期权价值也由此增加，这让他们获得了更多薪酬。证交会的避风港规则旨在规范

这种回购行为，防止明显的股价操纵，但它并不禁止回购。在发现高管通过修改期权的行权价格以享受更优惠的税收待遇后，更多的期权问题浮出水面。

某些公司倒填授予高管的期权日期并修改期权价格，同时还向高管补偿期权价值的损失。“利好前发期权”的做法十分普遍，很多公司在发布利好消息前集中向高管授予期权。例如，赛博洛尼科医疗（Cyberonics）就在公司亏损期间向高管支付了5000万美元的股票相关奖励薪酬。此外，该公司还在某前国会议员加入董事会担任薪酬委员会委员时，以低于市场价的价格向他授予期权，并将期权的日期提前了3年。包尔英特公司董事长兼首席执行官在被发现参与此类行为后引咎辞职。

另一个常见的期权获利做法是利空后发期权，即在意外事件导致股价下跌后立即授予期权。据《华尔街日报》报道，大约90家上市公司在“9·11”恐怖袭击后立即向其高管授予大量期权，当时股价遭遇第二次世界大战爆发以来的最大跌幅。市场随后复苏，令这些高管赚得盆满钵满。当然，这种行为似乎也反映出对公司和经济的坚定信心，这是胆小者所不敢为的。

某些上市公司的高管使用预付的可变远期合约来卖出持有的股票，锁定利润并享受税收优惠。例如，WCI地产公司（WCI Communities）董事长唐·阿克曼（Don Ackerman）就从某投资银行获得了1400万美元，以作为未来3年交割50万股本公司股票的对价。如果股价上涨，需要交割的股票数量将会减少，但如果股价下跌，交割数量不会增加。[①] 这似乎是一笔瞎猫碰到死耗子的投资，因为WCI地产公司在2008年宣布破产。

次贷危机也引发了对期权的顾虑。2008年12月，市场因次贷危机崩盘，据估计，《财富》500强公司首席执行官们所持有的期权90%以上一文不值。2009年，英特尔、谷歌和易趣等公司允许员工将因市场直线暴跌而丧失价值的期权交换为更低价格的期权。这些公司称交换期权是促进员工的道德责任感之所需。

---

① 参见Serena Ng，“*Tracking the Numbers - Street Sleuth - Filing Footnote*”，《华尔街时报》，2006年5月15日，C1版。

福利之战

公司治理改革派担忧的另外一个领域是赋予高管的许多福利，例如免费使用公务机和体育赛事门票等。这一问题最早爆发于20世纪70年代，当时媒体严厉抨击亨利·福特二世（Henry Ford II）使用福特汽车公司（Ford Motor Company）的公务机来运输葡萄酒和家族的猫狗到各种奢侈景点。有一次，福特下令飞机绕航为某宾客取一包香烟，耗费公司6000美元。另一次他在某全国州长大会上举行派对，花费了30万美元的公款。这种奢靡招待在次贷危机期间再次受到批评。

证交会1980年起诉花花公子集团（Playboy Enterprises）的案件更为有趣。花花公子集团出版的裸体杂志《花花公子》曾经风靡一时，公司旗下的夜总会以衣着暴露的女招待闻名，人称“兔女郎”。证交会指控花花公子集团在提交该委员会的公开备案材料中未披露创始人兼大股东休·海夫纳（Hugh Hefner）生活在公司位于芝加哥和洛杉矶的豪宅中，且仅支付象征性租金的事实。此外，该公司还报销了海夫纳的大部分生活费用。证交会对花花公子的起诉书中详细描述了这些豪宅，包括位于芝加哥的豪宅是多达30位兔女郎的公寓的事实。海夫纳还被指控将名为“大兔子号”的公务机用于私人旅行。花花公子最终与证交会达成和解，但既未承认也未否认指控。而案件的正当性令人怀疑，因为美国人人都知道花花公子在为海夫纳豪宅中穷奢极淫的生活提供补贴，并且该公司一直将这种时尚作为其杂志和夜总会的巨大宣传机器，只有证交会懵然不知。

安然时代的丑闻揭开了更大的滥用福利现象，典型的代表是泰科国际的丹尼斯·科兹洛夫斯基。甚至通用电气的老领导杰克·韦尔奇也因享受福利而登上报端。韦尔奇在十年任期内获得了4亿美元的报酬，鉴于他在管理上的成功，这一数字符合公众的接受预期。但韦尔奇在离婚诉讼中被发现作为其退休待遇的一部分，他获得了许多福利，包括体育赛事门票、使用公司的公务机以及一辆汽车和专职司机等。证交会起诉通用电气未在其财务报告中披露这些福利，尽管其总价值仅约250万美元，与通用电气的收入相比微不

足道。这些诉讼只是促使即将退休的高管要求更高的退休金，以便他们可以自己支付这些福利。联合技术公司（United Technologies）首席执行官兼董事长乔治·戴维（George David）的离婚官司也揭露了他私用公务机约900次，2006年他私用公务机的费用超过60万美元。

由于员工收受经纪公司赠送的流行音乐会和运动赛事门票和机票，全球第一大共同基金公司富达投资（Fidelity Investments）被证交会罚款800万美元。富达投资的政策规定员工收受礼品的价值不得超过100美元，远远低于员工实际收受的金额。其中包括具有传奇色彩的彼得·林奇（Peter Lynch），他多年来一直管理着麦哲伦基金（Magellan Fund），此事件导致他退下高管职位。证交会指控64岁的林奇收受了12次活动的61张门票，包括U2摇滚音乐会，总价值16000美元。与他所管理的数十亿美元基金相比，这些门票的总价值微不足道，实际上这更似浪费时间，但这些指控为证交会赢得了好名声。

花旗集团财富管理部负责人、首席执行官查尔斯·普林斯（Charles Prince）的潜在继任者多德·汤姆逊（Todd Thomson）也喜欢福利。他奢华的办公室远眺中央公园，内有豪华的水族馆和木材壁炉，被人戏称为“多德宫”。随着有关他使用花旗集团的公务机横跨太平洋陪伴CNBC“钱蜜蜜”玛丽亚·巴提罗莫（Maria Bartiromo）的谣言满天飞，他的好日子也由此到头。汤姆逊随一班花旗集团的员工飞往中国，但让员工留在那里，然后独自随巴提罗莫返回。这些高管颇有微词，事件引发了对记者接受这种待遇的道德性的媒体大讨论。此外，他还积极为巴提罗莫在圣丹斯频道联合主持的环境系列报道筹集资金，引发了更多道德问题。为了平息丑闻，普林斯忍痛割爱，开除了汤姆逊。

2005年，《华尔街日报》的两篇封面文章都以公务机为主题，其中一篇以图表的形式详细分析了高管们乘坐公务机前往佛罗里达打高尔夫的情况。公司福利新闻长期占据媒体封面，例如《华尔街日报》的另一篇报道称新闻集团每月支付5万美元给其董事长鲁伯特·默多克（Rupert Murdoch）租赁公寓。默多克每年的薪酬为2570万美元，毫无疑问他可以要求更多薪酬以代替

这笔每年60万美元的福利。

汤姆·库夫林（Tom Coughlin）承认他在担任沃尔玛副董事长期间不正当地使用了大约50万美元的公款，用于个人礼品卡和其他消费。他被判处监视居住27个月，并同意支付45万美元的罚款和补偿。

另一个例子是西星能源（Westar Energy）首席执行官大卫·韦迪格（David Wittig）。韦迪格在所罗门兄弟公司（Salomon Brothers）担任交易员时领取了20万美元的报酬，这让他登上《财富》杂志的封面。但这仅仅是个开始，他从西星公司领取了数百万元的搬家费，但从来都没有挪过窝。他花了650万美元翻新办公室，又花了11万美元处理他所购买和翻新的阿尔夫·兰登（Alf Landon）旧居窗户，包括新添一只1200美元的青铜鳄。这起不当使用西星公司公款的丑闻被戏称为“堪萨斯安然”事件。

韦迪格大肆私用西星公司的公务机，包括全家前往欧洲的旅行。他被起诉未在公司使用的调查问卷中披露私用公务机的情况，以按证交会规则的要求编制并披露高管福利信息。对韦迪格的初审因审理无效而终止，重审后他被判决罪名成立并被判处8年有期徒刑。判决被上诉推翻，少数被维持的几点也在最高法院作出“诚信服务”裁定后被驳回。

第十巡回上诉法院质疑政府有关韦迪格私用高管旅行待遇掠夺了公司大笔资金的主张。政府的证人称按照可比的包机成本，韦迪格私用公务机的总价值为100万美元。但上诉法院驳回了这种估价方法，认为恰当的计量方式应当是与公务机一直停在机库里时公司将花费的费用相比，私人旅行所增加的额外成本。法院认为，“即使旅行的目的纯粹是为了休闲，公司承担的成本也可能是较低的。如果飞行员领取工资并且没有加班，则增加的成本可能仅限于燃油和维护”。[①]

在赢得诉讼后，特别主事官裁定西星公司支付246万美元以补偿韦迪格的律师费。政府宣布它将第三次起诉韦迪格，但由于另一起上诉未审理完结，根据一事不再理原则推迟审理。2009年8月，上诉法院裁定可以进行审理。

① *United States V. Lake*, 472 F. 3d 1247, 1259 (10th Cir. 2007).

在此期间，由于另一起案件被判决有罪，韦迪格被判处四年有期徒刑。在该案中，韦迪格被认定借款 150 万美元给托皮卡银行（Topeka）行长克林顿·奥德尔·韦德纳二世（Clinton Odell Weidner Ⅱ），并且帮助韦德纳向该行及其监管部门隐瞒这笔贷款。这涉及韦德纳向韦迪格批准 150 万美元的授信，然后韦迪格再将这笔贷款转给韦德纳以便后者进行投资。对韦迪格侵占西星公司公款案的重审定于 2010 年 9 月 20 日开庭，但由于最高法院在政府控诉安然首席执行官杰弗里·斯基林一案中裁定，“诚信服务”邮件和欺诈指控必须仅限于贿赂和回扣，这些指控也最终被撤诉。

联邦税务总署和美国国会已经努力增加私用公务机费用的税前扣除难度。2004 年，国会限制了公务机旅行费用按商业航空头等舱费用的可抵扣程度，但这并未遏制高管乘坐公务机进行私人旅行的风头。一项研究发现，2008 年高管公务机福利费用的中位值上升了 29%，尽管这部分归咎于燃油成本的增加。要求享受豪华公务机待遇的高管很乐意让公司承担相关费用，由于税前可扣除的金额减少，税金随之增加，最终导致股东在长期承担更多成本。

美国最红的企业家沃伦·巴菲特（Warren Buffett）也使用公务机，并且还取了一个颇具现实主义的名字——“无法拒绝号”。奥普拉·温弗瑞（Oprah Winfrey）拥有自己的私人飞机，即使在次贷危机期间高管福利惹得天怒人怨时也毫不避讳。2009 年 5 月在杜克大学的毕业典礼上，她这样对毕业生讲：“如果有人告诉你私人飞机不好，那绝对是言不由衷”。[①]

公务机的相关成本不菲，每年运行和维护一架高端飞机的费用约达 130 万美元。这还没算飞机的购置成本，从售价大约 700 万美元的李尔公务机到售价高达 6000 万美元的湾流 G650 不等。至少在次贷危机前，机场的公务机机库已经机满为患，一架公务机的机场机库位租赁费每月超过 18000 美元。2008 年初，专门负责公务机升级的公司已经积压了 7 年的昂贵项目订单，包括安装豪华浴室和卧室，这正是公务机市场的顶峰。到 2008 年 11 月，新公务机订单已经下降，超过 2500 架旧公务机挂牌出售，与前一年相比挂牌数量

① “Loose Talk, What Stars Said This Week,” *US Magazine*, 2009 年 6 月 8 日，第 14 页。

增加了超过50%。尽管公众对救助那些使用昂贵公务机运送高管的公司十分不满，公务机的销售仍然如火如荼。

2008年，汽车行业高管们向国会寻求大规模的行业救助，对此他们感到无地自容。在被问到他们是如何抵达华盛顿时，所有高管都承认他们是搭乘公务机，这在很大程度上导致他们的救助申请受阻好几个月。2008年末，同样接受了大笔救助资金的花旗集团也安排公务机将其前首席执行官桑福特·维尔（Sandy Weill）送往某墨西哥度假村过新年。公司此前已经接受了数十亿美元的救助资金，而更令人尴尬的是公司又斥资4200万美元购买达索猎鹰7X公务机。花旗集团被迫根据联邦政府的指示取消订单，而奥巴马总统更在一次讲话中抨击花旗集团，称“他们是明知故犯”。

2009年6月19日，《华尔街日报》的封面文章报道称，它获得了美国联邦航空管理局的记录，并得以确认获得联邦政府救助资金的公司高管一直使用公务机飞往度假胜地。这包括深处暴风中心的美国银行首席执行官肯尼斯·刘易斯（Kenneth Lewis）。该行获得了450亿美元的救助资金，但这位首席执行官在次贷危机最严重的时候多次飞往度假村和他的度假屋。刘易斯还面临其他薪酬问题。由于在联邦政府出资挽救了美国银行后向部分美林公司的员工支付高额奖金，他被迫辞去首席执行官职务。此外还包括同样获得联邦政府接济的摩根士丹利老板约翰·马克（John Mack），他因在次贷危机期间使用公务机飞往位于北卡罗来纳的度假屋和其他景区而受到严厉批评。[①] 马克很明智地决定上缴在次贷危机期间领取的所有奖金，并且宣布他将在2009年离开摩根士丹利。

与企业高管不同，同样醉心公务机的政府官员在全国飞来飞去，却几乎没有受到任何质疑。纽约州检察长艾略特·斯皮策经常高调批评企业滥用公款，但他在竞选州长时使用一名游说者的公务机，仅支付象征性的使用费。该游说者投资了纽约纯种赛马，并为某印第安部落争取在纽约州的博彩权。

---

① Jesse Drucker and Mark Maremont, "*CEOs of Bailed - Out Banks Flew to Resorts on Firm Jets*",《华尔街日报》, 2009年6月19日, A1版。

国会议员使用公务机的情况也成为民主党的中心大事，最终他们在2006年实现了对参众两院公务机使用的控制。后来，新任众议院议长南希·佩洛西（Nancy Pelosi）通过修订众议院规则，禁止议员搭乘企业公务机的便机。但在通过这些“改革”后，佩洛西要求国防部向她提供一架巨无霸专机以供私人之用，便于她自己、工作人员以及她的家人和朋友在全国使用。2009年，一个保守主义团体发现佩洛西在担任议长后要求安排专机在全国飞的次数太多，以至于美国军队好像成了她的私人航空公司。

更多的丑闻在2009年8月揭露出来，众议院批准拨款5.5亿美元新购8架飞机补充空军的行政专机机队，供佩洛西和其他国会议员满足自己的交通需要。这些拨款通过之时，正值国会内部就奥巴马医疗方案和其他计划将加剧不断膨胀的预算赤字问题的鏖战之际。

第9节　公司制度改革——股东表决

代理人表决

长期以来，人们一直渴望改革公司制度，通过代理表决机制赋予股东更多权力，遏制过度膨胀的高管薪酬。至少在次贷危机前，由于代理人表决过程完全由管理层控制，这一梦想根本不切实际。代理权争夺涉及一家上市公司数十万股东，所需的相应费用使得这种争夺极其罕见。

早在20世纪50年代初，仙童发动机和飞机公司（Fairchild Engine and Airplane Corporation）就爆发了为了控制高管薪酬的代理权争夺，公司创始人质疑向继任他的董事长支付大笔薪酬。但挑战的代价很大，它需要昂贵的宣传活动，包括招聘代理权征集人和法律顾问，费用超过了绝大多数股东的承受能力。另一起著名案件是华尔特·休莱特（Walter B. Hewlett）发起的战斗，他是一位惠普创始人的儿子，希望阻止2002年惠普与康柏计算机公司的合并。休莱特在这场昂贵的代理权争夺战中败北，本人也被踢出了惠普董事会。

代理权争夺战所需的巨额费用，绝非小股东能够承担，即使是大型机构投资者也对挑战管理层毫无兴趣。除工会养老基金和少数对冲基金外，大部分投资者都遵循用脚投票的“华尔街规则”。换言之，如果投资者对管理层的薪酬或管理能力不满，会直接抛售股票。华尔街规则保证了糟糕的管理层会因股票遭到抛售，股价面临下跌压力而受到惩罚。

公司制度改革派严厉抨击华尔街规则，他们希望依据证交会规则 14a－8 要求的免费投票权来避免代理权争夺的成本。该规则要求管理层在代理委托书资料中包含股东的提案，费用由公司承担，并且股东提案可以包含 500 字以下的支持声明。但管理层可以不将大约 12 种议题的股东提案包含在内，例如与公司的普通业务经营有关的议题、涉及个人申诉的事项或者超出公司权力的事项。

最初，公司的“讨厌鬼”使用该规则来推行某些偏离中心的议程。例如路易斯（Lewis）和约翰·吉尔伯特（John Gilbert）持有超过 800 家公司的少量股票，出席了这些公司 2000 多次年度股东大会，严厉痛斥管理层。吉尔伯特兄弟虽在运用证交会规则获得代理权投票方面颇有心得，但由于大部分投票者都在相关提案上站在管理层一边，他们很少在后面的表决中获胜。吉尔伯特兄弟受到“企业社会责任”改革派的追捧，他们推行各种不同的社会议程，例如反越战、反吸烟、反就业歧视、反虐待动物，以及最近的高管吸筹以及董事提名和选举等方面。2009 年，这一绿色运动还征集许多代理人投票有关全球变暖问题。

企业社会责任运动更演变为一种投资策略，即仅投资被认为符合社会责任标准的公司。2005—2006 年，此类社会责任投资策略的总资产增长了 18%。但社会责任型共同基金派克斯世界基金（Pax World）被证交会指控欺诈，因为该基金被发现投资涉及烟草、博彩和防务业务的公司，与其募集说明书明显不符。该基金的投资顾问同意向证交会支付 50 万美元的罚款。

基于宗教的投资策略也变得流行起来。例如支持基督教价值观的信仰式共同基金蒂莫西计划（Timothy Plan），它在 2007 年取得了同类基金中最好的表现，甚至超过了许多老牌共同基金。2007 年，此类信仰式共同基金管理的

资产规模超过170亿美元。所谓有正必有邪，与此相反的“邪恶”基金也纷纷涌现，专门投资从事博彩、烟酒和其他“邪恶”的“邪股”。显然某些投资者背后的动机，或者说理念已经超出了单纯的利润。近年来，通过证交会规则14a－8规定的代理提案来限制高管薪酬，成为公司治理改革的一大潮流。2006—2007年，有关高管薪酬的股东大会决议增加了3倍。2007年，超过90家上市公司的股东希望在代理委托材料中包含限制高管薪酬的提案。但通过证交会规则限制高管薪酬的努力必须间接而为，因为该规则允许管理层排除违反法律的提案。证交会之前解释说允许排除要求取消高管薪酬方案的提案，是因为这将违反合同法。

依据规则14a－8攻击高管薪酬的一个间接方法是提交一份提案，要求公司薪酬委员会（负责批准高管薪酬安排）编制一份解释高管薪酬方案的报告提交股东大会，或采取可能令薪酬委员会感到尴尬的其他行动来使其降低高管薪酬。在此方面，证交会人员要求沃尔玛在代理委托材料中包含一份提案，要求其薪酬委员会编制一份报告，将沃尔玛高管的薪酬总额与收入最低的工人进行比较。

另一个办法是就高管薪酬进行股东咨询表决，这在公司治理领域被俗称为“薪酬话语权”，但很少有表决会取得成功。公司标志中有一条古怪的鸭子的、位于乔治亚州的美国家庭人寿保险公司（Aflac），允许该公司股东在2008年年度股东大会上通过非约束性的咨询动议就支付给公司高管的薪酬进行表决，它是首家同意这种表决的上市公司。但对提案进行表决并不意味着股东就翻身做了主人，2007年，大约93%的股东批准了首席执行官丹尼尔·保罗·阿莫斯（Daniel P. Amos）1200万美元的薪酬方案，仅2.5%的股东投票反对。

此外，工会养老基金的管理者也努力利用其政治影响力说服国会要求股东发挥薪酬话语权。次贷危机后，公众对获救助公司的高管薪酬怒不可遏，众议院在2007年通过了一项法案，要求上市公司就高管薪酬进行股东咨询表决。参议院并未立即批准类似的措施，但要求通过该议案的政治压力持续高涨，奥巴马政府也支持这一动议，然而由于围绕2010年金融改革立法的其他

方面争议扩大，该议案的通过被推迟。国会确实要求在次贷危机期间获得救助资金的公司进行薪酬话语权代理人表决。

后来，证交会在修改规则时采纳了类似的要求，但这并未导致股东对管理层薪酬不满情绪的爆发。《华尔街日报》的一份调查发现，在举行此项表决的最大15家公司中，股东批准薪酬方案的通过率参差不齐，例如摩托罗拉的通过率低至63.5%，而高盛的通过率高达98%。[1] 有趣的是，英国早在2003年就采纳了薪酬话语权要求，股东投票否决了葛兰素史克公司的高管薪酬方案。次贷危机后，英国股东还投票否决了苏格兰皇家银行集团（Royal Bank of Scotland Group）、贝尔威（Bellway）、普罗维登金融（Provident Financial）和荷兰皇家壳牌公司（Royal Dutch Shell）的薪酬方案。

许多公司都采纳的一个公司治理方案，是要求公司追回因会计错报而多付的高管薪酬。2004—2008年，大约有300家公司采纳了此类规定。美国州郡市雇员联合会（AFSCME）还提议要求将奖金暂扣一段时期，以便确定奖金所依据的业绩基准是否被人为操纵，从而更方便追回。

2009年8月进行的一次调查显示，受访者对薪酬话语权提案的支持率平均为45.8%，而2008年为41.5%。但对限制“黄金降落伞”的提案的支持率则从2008年的56.2%降至35.4%。对调增总额的两项提案的支持超过了半数，但也仅为50.5%。

选举提案

公司制度改革派还希望使用代理提案来获得对董事会成员选举的话语权。过去，上市公司管理层会选择一个委员会来提名拟在年度股东大会上选举的董事会成员，这保证了管理层有成员在董事会。公司制度改革派还希望自己提名董事会人选，进而控制对公司的管理权。这一举措主要由工会养老基金推动，特别是加州公务员退休基金（CalPERS），该基金在2008年初的管理资产规模高达2400亿美元，是最大的公共养老基金。它的姊妹工会养老基金加

---

① Joann S. Lublin, “*A Quiet Response to ‘Say - on Pay’ Measures*”，《华尔街日报》，2009年5月18日，B6版。

利福尼亚州教师退休基金（CalSTR）遥相呼应，后者持有1650亿美元的资产。

公司制度改革派要求的董事会提名提案面临一些法律障碍，最大的困难是证交会规则14a-8允许公司排除与董事会选举有关的提案。安然时代的丑闻发生后，证交会提议修改规则，计划允许持股5%或以上的股东在某些情况下提名董事。其实，早在1942年就有人提出了这一提案，但被国会议员称具有共产主义性质，因此被证交会拒绝。这一提案在1992年被再次拒绝，即使在安然癔症时期，它仍然广受反对。在此问题上，证交会收到了超过16000份意见书。甚至资深的公司"讨厌鬼"伊芙琳·戴维斯也反对将"企业美国"的控制权交给工会，因为它是唯一拥有足够股权和兴趣进行提名的人。

面对责难，证交会撤回了这一提名提案，允许其工作人员告诉注册人可以依据规则14a-8排除这些提案。但工会养老基金质疑这种观点，并得到第二巡回上诉法院的支持。[①] 上诉法院认为，证交会排除"涉选举"股东提案的规则并不适用于修订公司章程细则以允许将股东提名的候选人加入到公司选票中的提案。法院还指出，该规则的排除性语言模棱两可，并且证交会修改对该规则的最初说明时缺乏充分的解释。

后来，证交会重新起草并公开征求对两个矛盾提案的意见，一个提案将允许代理表决权，另一个不允许。证交会主席克里斯托弗·考克斯投票赞成这两个提案，以打破民主党和共和党委员之间的僵局。证交会收到了超过39000份有关代理表决提案的意见信，但证交会委员的纷纷辞职导致在政治上推进提案不可行，直到奥巴马政府任命新证交会主席玛丽·夏皮罗才解决了这一问题。

夏皮罗任命加州公务员退休基金前总法律顾问卡伊拉·吉尔兰（Kayla Gillan）来推动工作。最终提案允许股东提名董事人选，这明显是工会养老基金的一个胜利。证交会以3-2批准了这一规则，但两党分化明显。证交会新成立了风险、战略与金融创新部，夏皮罗任命风险计量集团前高管格

① *American Federation of State, Country & Municipal Employees, Employees Pension Plan V. American International Group, Inc.*, 462 F. 3d 121 (2d Cir. 2006).

雷格·伯尔曼（Gregg Berman）担任高级政策顾问。这个部门由前得克萨斯大学法学教授胡亨利（Henry Hu）负责，他曾长期反对衍生金融工具和其他金融创新。

次贷危机让工会和其他改革派获得了额外的机会，来追求他们接管“企业美国”的梦想。也许最令人瞩目的改革努力要数特拉华州议会，他们曾经保证要让特拉华州成为全国最适合公司经营的州。而在2008年，该州议会通过立法允许股东采纳提案，要求公司允许股东提名董事会成员以及要求补偿股东进行代理权争夺的成本。管理层仍可拒绝此类提案，但该立法的存在为工会提供了要求采纳此类要求的手段。特拉华大学公司法中心主席查尔斯·埃尔森（Charles Elson）总结道，该法律可能会深刻改变“选举流程的平衡”。[①] 2009年10月，南方健康公司宣布它将是第一家依据新立法采纳章程细则的上市公司。该公司的章程规定，提出异议的董事会候选人如果当选将获得合理费用的报销，而至少获得40%赞成票的败选候选人也可以获得部分费用报销。加州公务员退休基金借机加大了向公司董事会委派董事的努力。例如，该基金建立了一个数据库来安排未来的选举。

多数表决

美国大部分州的法律都采纳传统的“相对多数”表决要求，董事只需获得相对多数的赞成票即可当选，而赞成的比例可能会低于50%。在美国木工木匠联合会（United Brotherhood of Carpenters and Joiners of America）的养老基金引领下，多个工会养老基金提出了“简单多数表决”运动，希望取代传统的州法律要求。为了攻击管理层，养老基金不赞成并且也要求其他股东不赞成管理层提名的候选人。例如，加州公务员退休基金盯上了华特迪士尼公司的负责人迈克尔·艾斯纳（Michael Eisner），他在管理能力投票中未能获得43%的股东支持，但这一比例远远高于公司选举中正常要求的比例。加州公务员退休基金和其他人认为这意味着艾斯纳应当辞职。艾斯纳拒绝了这一要

---

① Kara Scannell，“*Policy Makes Work to Give Shareholders More Boardroom Clout*”，《华尔街日报》，2009年3月26日，B4版。

求，但同意在两年后退休，并由他亲自挑选的继任人罗伯特·艾格（Robert A. Iger）接任。

在2008年的另一起类似行动中，由于对公司的薪酬做法不满，持有500万股摩根士丹利股票的加利福尼亚州教师退休基金试图通过这一手段说服其他股东否决八位董事，但所有董事都以绝对多数当选。鉴于次贷危机期间摩根士丹利的情况，加州公务员退休基金如果遵循华尔街规则会获得远远更好的结果。实际上，努力推动公司治理改革的大型州和地方政府养老基金的市值在2008年下跌了30%，在2009年前两月继续下跌了9%，总计损失超过1万亿美元。

2009年的一项调查发现，要求选举董事须经多数通过的提案卷土重来。公司制度改革派一直声称如无多数批准要求，公司董事会选举与斯大林时代的苏联选举没有两样。但事实上，缺乏多数表决要求并不影响我们自己的民主，例如有四位美国总统当选时并未获得多数普选票：亚伯拉罕·林肯（Abraham Lincoln）总统当选时仅获得39%的普选票，约翰·菲茨杰拉德·肯尼迪（John f. Kennedy）总统仅49.7%，比尔·克林顿总统第一次当选时仅43%，乔治·沃克·布什当选时实际上已经在普选中败北。讽刺的是，要求多数赞成才能当选总统的津巴布韦，就是一个失败国家，一个除了民主以外什么都有的国家的典范。

认为要求多数表决属于斯大林主义的推理在其他方面是站不住脚的，因为苏联的选民没有选择，而美国的投资者可以按照自己的愿望争夺代理权。当然，股东必须支付与之有关的高额费用，对于工会养老基金来说，只要它们认为值得，这些费用不成问题。更重要的是，与苏联公民不同，上市公司股东可以用脚投票，抛售股票后改投数以百万计的可选替代投资标的。这是对管理层发出不满信号的最有效方式，也就是华尔街规则。

交错董事会

另一项民粹主义改革是消除交错董事会。交错董事会每年仅选举部分董事，例如每年仅选举九名董事中的三名，而不是整个董事会。使用交错董事

会背后的理由是它保证了管理层的延续性。交错董事会确实也十分流行，管理层可以通过这种方式防御敌意收购，因为收购方必须等待许多年才能用自己提名的人更换整个董事会，这是收购方极不愿看到的。

反交错董事会运动的引领者为纺织与酒店行业工会。但该工会所拥有的联合银行却要求其股东批准交错董事会，采纳用来阻止恶意收购者的毒丸条款。

政治正确性

公司制度改革派通过投票箱发起攻击的形式还有很多。共同基金等机构投资者有时被要求为投资组合中代客持有的股份表决。这些机构大部分都属于被动型投资者，不会积极参与对投资对象公司的管理，它们既没有时间，也没有意愿，更没有能力告诉管理层如何经营公司。但为了履行决定如何投票的授信义务，这些机构投资者往往会委托若干团体提供如何进行特定代理人表决的建议。这催生了一个专门就如何在股份表决上做到政治正确提供建议的行业。

但对于这些团体是否拥有必要的专长，足以告诉管理层如何经营公司还未为可知。实际上，向股东提供表决建议的代理权咨询公司本身的公司治理也广受诟病。此外，批评称代理权咨询公司往往在它们提供意见的问题上前后矛盾。[1]

2008 年，美国商会开始质疑代理权咨询公司向股东提供的表决建议不透明。商会尤其担心规模最大的风险度量集团，商会指控它成为了一家政府机构或自律组织，因为许多机构投资者都使用它的建议，但它完全不对任何人负责。

经纪商代为表决

有关代理权的另一个争论涉及纽交所 1937 年制定的一项规则。根据该规

① Robert D. Hershey, Jr. "*A Little Industry with a Lost of Sway on Proxy Votes*",《纽约时报》，2006 年 6 月 18 日，第三部分，第 6 页。

则，如果在既定股东大会日期前，股东客户未至少提前十天就例行事项发出表决指令，券商可以代为行使代理表决权。2006 年，纽交所提议将董事选举作为非例行事项，这可能意味着券商无法代表股东表决选举董事，这给那些将被迫参加董事选举表决的共同基金带来了许多问题，因此它们在建议规则下获得了豁免。此外，人们也担心如果采纳此规则，某些公司是否能达到法定人数，同时代理权表决的费用将会显著增加。

这一建议得到公司制度改革活动家的支持，但被许多上市公司反对。在奥巴马政府任命新的证交会主席前，此提案一直被证交会束之高阁。新任证交会主席利用次贷危机通过了此提案，并在 2010 年取得国会授权。证交会批准这一要求后，给 2009 年 5 月的美国银行董事会选举带来极大的震荡。加州公务员退休基金联合其他工会抨击美国银行的管理层，它们不希望将经纪商代理的表决统计在内，尽管选举发生在证交会规则生效之前。因在次贷危机期间的表现而受到严厉批评的美国银行首席执行官肯尼斯·刘易斯，以及所有董事都成功连任。

董事会主席与首席执行官职能的分离

美国银行董事会的选举涉及了改革派的另一个目标——分离首席执行官与董事会主席职能。2009 年 5 月，美国银行股东大会批准了一项分解刘易斯职能的提案，随后该行立即执行了决议。上市公司的股东一般都属于被动型股东，因此这次表决非比寻常。当然，美国银行还存在可能激怒股东的其他问题，导致他们要求任命独立的董事会主席。联邦政府在次贷危机期间向美国银行贷款 450 亿美元，在该行试图停止与同样获得政府救助的美林公司合并时，联邦政府威胁会推翻整个董事会。后来，在确定美国银行还需要另外筹集 339 亿美元以补充资本后，政府力主改造该行董事会。此外，政府还要求该行引入具有更多银行从业经验的人加入董事会，董事会的组成也相应地发生了改变。由于涉及在美国银行拯救美林公司后向美林公司的高管支付奖金等薪酬问题，纽约州检察长安德鲁·古莫最终将刘易斯轰出了该行董事会。

埃克森美孚任命独立董事会主席的努力却未能成功。尽管得到艾克森公司的前身标准石油公司创始人洛克菲勒家族的支持，但该提案未获通过。在2008年5月的年度股东大会上，该提案仅得到39.5%的赞成票。通常来说，需要得到管理层的支持，而此类议案仅得到34%的赞成票。同样在2008年5月的雪佛龙公司股东大会上，类似的提案仅获得15%的赞成票。

尽管如此，美国银行的情况表明公司治理改革派在分离上市公司董事会主席和首席执行官职能上取得了一些成绩。到2008年，超过1/3的标普500指数成分公司都分离了这两个职能，与2002年相比增加了14%以上，尽管通常都是在取得管理层的批准后。但美国在此方面仍然落后于英国，因为英国大部分上市公司都分离了这两个职能。

有趣的是，并无证据表明将董事会主席和首席执行官职能分离会提高管理效率或防止舞弊。特别是在世界通信公司和安然公司，这两个职能都是分离的。更讽刺的是，作为在公司治理提案表决咨询领域处于领先地位的“独立”公司，风险度量公司长期以来一直建议投资者支持分离董事会主席和首席执行官职能，但它自己却拒绝分离首席执行官兼董事会主席伊森·伯尔曼（Ethan Berman）的职能，尽管它在上市时保证这样做。风险度量公司在自身公司治理和高管薪酬上的一些其他立场也与它向客户作出的建议不符。

股东权利法案

2009年5月，纽约州参议员查尔斯·舒默推出了被称为《股东权利法案》（*Shareholder Bill of Rights*）的立法，次贷危机引发的公司制度改革达到了巅峰。该提案试图禁止交错董事会，要求董事会成员由多数股东投票选举产生，要求分离董事会主席和首席执行官的职能，要求投票表决高管薪酬，允许持有公司1%或以上股权的长期投资者提名董事，以及要求设立风险委员会来评估管理层所承担风险的适当性。这是改革派梦寐以求的一个方案，受到加州公务员退休基金和其他工会的高度赞扬，其中多项要求都在2010年通过。

第10节　其他改革

集体诉讼

集体诉讼改革成为公司的又一个梦魇。只要公司出现任何问题，就会有人代表上市公司的股东提起集体诉讼。公司非常害怕面对陪审团，因为大部分陪审员对大公司都不怎么待见。如果无法说服法官在庭审前驳回案件，为了不面对可能的巨额判决和惊人的惩罚性赔偿，几乎所有公司都毫不犹豫地选择了和解。1995—2010年，仅九件证券集体诉讼走到了陪审团判决那一步，而其他数千件诉讼要么和解，要么被驳回。安然时代对法国维文迪环球公司（Vivendi Universal, S. A.）提起的集体诉讼在2010年1月作出了判决。维文迪公司从一家不知名的自来水公司转型为一家国际娱乐企业，在此过程中，公司大肆做假账，控方提出的损害赔偿请求总计高达90亿美元。有趣的是，陪审团认定维文迪公司首席执行官让·马里·梅西耶（Jean-Marie Messier）无罪，公司首席财务官也被判无罪。梅西耶因做假账而被证交会起诉，被迫放弃2500万美元的退休报酬，另外支付了2500万美元的和解费。

律师采取的集体诉讼风险代理收费制度，起到了推波助澜的作用，使之成为少数律师的乐园。按照风险代理收费制度，案件如果败诉律师将不收取任何费用，而如果胜诉律师将收取判决金额的很大一部分。这种风险代理收费制度是美国所独有的。个人股东无力承担对大公司起诉的费用，但律师们拥有财力也乐意进行此类投资，以赚取数十亿美元的律师费。

律师们代理的原告很少真正能够从和解中获得实质性的好处。许多集体诉讼通过向原告提供代金券或折扣的方式和解，这可能为被告吸引更多的业务。在证券集体诉讼中，小股东即使能够获得任何好处，那也是微不足道的。而较大的股东，尤其是工会养老基金，由于它们的股票持仓量较大，确实会因和解获得丰厚的回报，从而提高了自己的投资收益。现在，提起这些诉讼已经成为工会养老基金投资工作的日常。但批评者指控养老基金们妄想鱼和

熊掌兼而得之。养老基金追求一种现代投资组合分散投资理论，假设某些股票将因欺诈或不当冒险而遭受损失，但这些损失将被其他公司的巧合事件所抵消。通过提起集体诉讼，不论公司股票的价值是否下跌，养老基金都可以提升这一分散投资策略的收益。加州公务员退休基金等多元化投资大鳄在此类诉讼中获得的好处要大于其损失，因为它们无须退还因证券欺诈而被抬高的股票收益，而小股东往往血本无归。

滥用集体诉讼的现象已经存在多年。20 世纪 80 年代，纽特·金里奇（Newt Gingrich）的“与美国签约”理论提出了一个运用“英式”律师收费制度的集体诉讼方案，在共和党内部非常流行。英式制度要求败诉方支付律师费，而美式制度下，集体诉讼的被告必须承担自己的费用，因此集体诉讼律师无须担心如果败诉会必须支付对方的律师费。英式制度下，原告败诉必须承担公司的律师费，这当然遏制了无谓的集体诉讼。但美国出庭律师协会的游说能力特别强，他们与闹哄哄的公司法教授们一起反对金里奇的方案。

尽管如此，美国国会在 1995 年仍通过了《私人证券诉讼改革法》（PSLRA），这是国会在遭到比尔·克林顿总统否决后仍然通过的唯一立法。该法要求对欺诈指控所基于的事实应更加具体，必须证明欺诈意图。出庭律师最初试图将集体诉讼转到不受影响的州法院以逃避该法。国会为此在 1998 年通过了更多立法，允许将案件移送到联邦法院，从而接受 PSLRA 的诉状要求约束。百折不挠的出庭律师直接将诉状的厚度增加到数百页，用无法证明的指控以及常常来源于报纸文章的细节，试图让法院疲于应付。

为了打击滥用集体诉讼行为，国会通过了《2005 年集体诉讼公平法》（*Class Action Fairness of* 2005），试图允许将案件移送到联邦法院，防止集体诉讼的原告律师选择最有利的州以获得巨额集体诉讼判决。此外还要求加大对集体诉讼和解的司法审查力度。“代金券”式和解尤其受到关注，因为这对集体诉讼的参与成员而言几乎没有任何价值，而大笔的现金只是付给了集体诉讼的原告律师。该法要求和解费与律师费必须基于代金券的实际兑换价值或者律师在案件上花费的时间，而不是代金券的总票面价值。

出庭律师与商业利益之间激烈相争，都希望选择有利于自身立场的州法

院上诉庭法官，这让已经沦为保守派和自由派角力阵地的美国司法机关进一步政治化。2008 年，约翰·格里森姆（John Grisham）出版了小说《上诉》（*The Appeal*），生动地虚构了发生在密西西比州的这样一场纷争。虚拟的故事很快在现实中上演。2008 年 3 月在威斯康星州，围绕选择该州最高法院的一个席位发生了一场堪称惨烈的争斗。州长任命的现任法官路易斯·巴特勒（Louis Butler）是著名的超自由派，他领导该院多数法官大力推进该州的侵权诉讼，巴特勒以微弱劣势败给了保守派法官迈克尔·加伯曼（Michael Gableman）。巴特勒方面竞选活动的资金来源于工会和出庭律师，而加伯曼的资金则来源于商界。

美国最高法院最初对联邦证券法律进行了宽泛解释，以鼓励在联邦法院进行集体诉讼。但很快联邦法院就被复杂、耗时的证券相关诉讼淹没。后来最高法院开始改变口风，近年来更努力加大此类诉讼的提起难度。例如，它要求证明故意，即有欺诈的蓄意；它要求原告证明依赖了所主张的任何错报或遗漏；它驳回了协助和教唆责任；它要求证明所有损失的因果关系以及存在经济损失。此外，最高法院还撤销了一些异常过高的惩罚性损害赔偿判决。例如，2008 年 6 月，该院认定因 1989 年瓦尔迪兹石油井喷事故而对艾克森公司判处的 28 亿美元惩罚性赔偿过高，并将判决金额减少至 5.075 亿美元。

原告律师试图通过新的“共谋责任”理论来规避损失的因果关系要求。根据“共谋责任”理论，以任何方式参与导致上市公司账目虚报的交易的任何人都须承担责任。但最高法院在涉及查特电信（Charter Communications）的安然时代丑闻中驳斥了这一理论。在该案中，原告希望追究查特电信的客户和供应商同意相关安排，从而让该公司能够虚报收入并向公众发布误导性的财务报表的责任。最高法院认为不存在这样的责任，因为这些客户和供应商本身并未向原告作出不实陈述。[1] 但 2010 年国会通过立法，要求出具报告说明该裁定是否应当通过立法来修改。

令人意外的是，近年来证交会对集体诉讼的泛滥也表示担忧，希望限制

① *Stoneridge Investment Partners, LLC v. Scientific - Atlanta Inc.*

会计师事务所对审计失职的责任。但人们对该会的这些担心有多衷心表示怀疑，并且次贷危机导致证交会再次对它所监管的公司持敌视态度。集体诉讼案件的数量也在持续增长。1999 年以来，在道琼斯工业指数成分公司中大约有 60% 遭受了集体诉讼。2000—2001 年，集体诉讼案件的数量翻了一番，在 2001 年达到近 500 件。同期的和解成本也增加了 20%。

2004 年，集体诉讼案件的数量增加了 16%，但在政府起诉了一位著名的集体诉讼律师，并以同样的指控起诉两家全国最大的集体诉讼律师事务所后，2005 年的案件数量下降了 17%。尽管如此，该年证券相关集体诉讼的和解费仍然高达 96 亿美元，创下新的纪录（包括世界通信公司诉讼的 61 亿美元），而 1995 年时仅 1.5 亿美元。

2006 年，集体诉讼案件的数量进一步下降，《华尔街日报》将此归因于该年股市的稳定。此外，它还注意到大部分集体诉讼都涉及《萨班斯—奥克斯利法案》式的会计错报请求，但这只不过是暂时现象。2007 年，有 111 件集体诉讼案件和解，包括有史以来第三大证券案件和解，泰科国际为此支付了 32 亿美元的和解费，仅次于世界通信公司的 61 亿美元以及银行和其他服务机构在安然集体诉讼案件中支付的总计 72 亿美元和解。

2008 年前四个月，每天都有大约两起关于次贷危机问题的诉讼立案。在经历连续两年的下降后，2007 年立案 163 件，与 2006 年的 106 件相比增加了 43%，这主要归因于次贷危机案件。2007 年最后一季度大约有 90 件诉讼立案，2008 年有 188 件诉讼立案，涉及与次贷损失有关的证券违法指控。

与 2007 年相比，2008 年的证券集体诉讼案件数量增加了 19%，与 2006 年相比更增加了超过 80%。2008 年立案的诉讼提出的损害赔偿金额超过 8000 亿美元。许多诉讼都指控金融服务企业高估其次贷投资的价值。2009 年 1 月，破产后的美林公司同意向投资者和员工支付 5.5 亿美元以和解一宗诉讼，它在另一起类似诉讼中也支付了 1.5 亿美元的和解金。该案的首席原告为路易斯安那警员养老及救济基金（Louisiana Sheriffs' Pension and Relief Fund）。在一起以次贷信息披露问题而对美国运通公司（American Express）提出的集体诉讼中，一位联邦法官指定国际电力工人联合会本地第 38 号养老基金（Local

No. 38 International Brotherhood of Electrical Workers Pension Fund）为首席原告，尽管某瑞典基金管理公司与该案有更大的利害关系。与作为单独的首席原告相比，养老基金和其他机构投资者作为联合首席原告可以获得更大金额的和解。(详见下文的解释)

集体诉讼律师的气运似乎在2008年到头，2009年的集体诉讼案件数量下降了24%。随着该年后三个季度市场开始复苏，次贷相关问题的诉讼数量急剧下降。但被广泛报道的丰田汽车油门踏板卡滞问题给集体诉讼律师带来一剂强心针，在针对丰田汽车公司的集体诉讼中赢得主导地位。诉讼的泛滥并未停止，据《华尔街日报》报道，集体诉讼律师事务所在过去十年为州官员竞选活动捐献了2000万美元，其中60%都不在律所本州。由于其投资组合中的股票价格下跌，马萨诸塞州小郡诺福克郡的养老基金提起了12宗集体诉讼。该郡财政局长同时担任养老局主席，他聘用的纽约律师事务所为他提供了34000美元的竞选经费。

公司的一些反击

2008年4月，在一宗针对烟草公司的集体诉讼中，原告认为吸烟者被烟草公司声称的“轻”焦油香烟具有安全性所误导，但被某巡回上诉法院驳回，这让一向肯定会有数十亿美元和解金的烟草诉讼风向骤变。另一个胜利似乎归功于制药公司所采取的独特诉讼策略。美国的大部分公司都希望不计一切成本避免陪审团审理，但默克公司（Merck）就是一个例外。默克的关节炎药物万络由于被认为将心脏病发作和中风的风险增加了一倍以上而退出市场，但它拒绝了万络使用者所委托的律师们的敲诈。原告律师称该药物已经杀死了超过5万人，另有13.8万人突发心脏病。默克公司受到数以千计的法律诉讼，主张的损害赔偿金额高达数百亿美元。

公司作出了一个颇具争议、胆大妄为的决定，表示要一一面对每件诉讼。在某得克萨斯州陪审团判给一位原告2.54亿美元，包括2.29亿美元的惩罚性损害赔偿后，令这种策略受到质疑。但由于得克萨斯州法律规定惩罚性损害赔偿的上限为160万美元，最终判决金额为2600万美元，后来该判决甚至

被某得克萨斯州上诉法院撤销。默克在其他案件中同样取得了胜利。某新泽西州法官试图作出针对默克的高惩罚判决，但某新泽西州上诉法院减少了该院所审理一宗案件的判决金额。

经过多年的诉讼，原告仅在审理的16宗案件中胜诉了4件，很明确地提醒原告律师这些案件并不保证会有巨额赔款。默克公司在全球最终和解了44000多宗符合条件的案件，和解费48.5亿美元。这当然不少，但与原告律师们主张的金额相比只是九牛一毛。在默克决定坚决应诉前，原告律师们一直认为拿到所要的钱肯定如探囊取物。此外，默克公司还用5800万美元和解了29个州检察长和哥伦比亚特区提出的万络广告索赔，代价相对微不足道。

其他制药公司在诉讼上也取得了一些胜利。在一宗针对辉瑞公司的集体诉讼中，原告认为公司在某心脏病药物的安全性和有效性方面误导投资者，但被某联邦地方法院驳回。辉瑞公司和解了涉及伐地考昔和西乐葆的索赔。据报道，伐地考昔案件每位客户的和解费用不到5万美元，西乐葆案件每位客户的和解费用不到20万美元。一宗针对葛兰素史克的集体诉讼称公司在抗抑郁药帕罗西汀上作出了虚假陈述，但被第二巡回上诉法院维持驳回。

尽管如此，默克公司和其他制药公司仍然是大众诉讼的重点关注对象。2008年2月，默克公司同意支付6.5亿美元以和解针对其某些销售和营销做法的诉讼。诉讼起源于一起举报案件，指控默克公司向某些经销商提供药品折扣，却不向医疗补助计划的参加者提供折扣，司法部以及49个州和哥伦比亚特区也作为原告加入了该诉讼。2009年9月，在举报引发的另一起诉讼中，为了和解司法部针对伐地考昔和其他辉瑞药物被用于非批准用途的刑事起诉，辉瑞公司同意支付创纪录的23亿美元，包含12亿美元的刑事罚金。

当然，希望也仍然存在。2008年2月，杰布·亨萨林众议员（共和党—得克萨斯州）推出了一项立法，要求集体诉讼的原告律师支付胜诉被告的法律费用和成本。这是一种变相的英式律师费制度，直击问题的中心，从而让集体诉讼的律师有义务确保所提起请求的正当性。但集体诉讼律师及其支持者的势力太过强大，阻止了这些改革立法的通过。

集体诉讼律师丑闻

在《私人证券诉讼改革法》通过前，集体诉讼律师竞相争夺针对上市公司的诉讼盛宴。一旦某个上市公司爆发出丑闻或负面新闻，马上就会有数十件，甚至数百件诉讼立案。为了争取首席原告地位，集体诉讼律师以百米冲刺的速度奔向法院大楼。他们之所以对此趋之若鹜，是因为首席原告的代理律师可以掌控诉讼，并可能占据大部分的风险代理费。

某些较大的集体诉讼律师事务所让客户持有多家上市公司的少量股票备用，从而可以在上市公司爆发负面新闻时立即成为原告。这给某些客户造成一些不便，因为他必须接受被告律师的长时间取证。作为交换，原告将会获得律师所取得损害赔偿的一小部分，但分摊到所持有的每一份股票上将微不足道。为了更好地补偿这些客户，某些律师事务所开始私底下向客户支付远远高于集体诉讼和解协议中规定的金额。但这要求这些名义客户在书面取证以及在法院审理案件时撒谎，因为他们必须陈述他们未收受任何此类特殊报酬。

《私人证券诉讼改革法》试图通过让法院指定首席原告，即对诉讼有最大利益的原告，来遏制此类和其他滥诉行为。这不可避免地是某个工会养老计划，因为它们依据分散投资的策略，持有大量的股票。法律的修改对集体诉讼律师而言根本不是问题。他们直接接受养老基金的雇用，而后者也乐意聘用这些律师，因为他们非常专业，之前也取得了很大的成功。此外，养老基金也乐意律师取得首席律师的地位，因为他们可以向养老基金的受益人宣扬他们的成功。

很不幸的是，在《私人证券诉讼改革法》通过前，司法部开始调查某些如日中天的集体诉讼律师向个人客户私底下支付报酬的问题。调查重点围绕密尔伯格—维斯律师事务所。由于原告西摩尔·拉撒尔（Seymour M. Lazar）承认在收受密尔伯格—维斯律师事务所私底下支付的报酬一事上撒谎，案件由此爆发。拉撒尔被判处监视居住 6 个月，罚款 60 万美元，并没收 150 万美元。检方指控密尔伯格—维斯律师事务所给拉萨尔和其他原告支付费用，让

该事务所得以从集体诉讼案件的和解中获得超过2.5亿美元的律师费，这一行为存在了30年之久。

密尔伯格—维斯律师事务所的三位合伙人和两位职业原告承认了与该计划有关的指控。理查德·浦尔蒂奇（Richard Purtich）承认利用他的律师事务所作为管道，以便密尔伯格—维斯律师事务所隐匿支付给原告的费用。2006年5月，由于在该所提起的集体诉讼中向拉萨尔等职业原告支付回扣，密尔伯格—维斯律师事务所及其两位合伙人大卫·伯沙德（David Bershad）和史蒂芬·舒尔曼（Steven Schulman）被起诉。伯沙德承认利用自己办公室保险柜中的现金支付回扣，后来他被判处6个月有期徒刑。舒尔曼也承认有罪，并获得了同样的刑期。密尔伯格—维斯律师事务所向其职业原告支付了至少1100万美元的回扣，后来该所同意分五年支付7500万美元以和解对其提出的指控。该所还一直向介绍集体诉讼客户的证券经纪人支付报酬。

当时密尔伯格—维斯律师事务所正如日中天，通过大公司的集体诉讼和解费赚取了巨额收入，这一消息令人瞠目结舌。而真正令人震惊的，是一度作为集体诉讼律师标杆的威廉·莱瑞奇承认向职业原告支付回扣。莱瑞奇曾经宣称他每天要读六份报纸以发掘有关问题公司的信息，并以此作为集体诉讼的依据。由于他对上市公司的集体诉讼，风险资本家约翰·杜尔（John Doerr）将莱瑞奇誉为“狡猾的经济恐怖主义者”。[①] 莱瑞奇在集体诉讼中赚取了超过2亿美元的律师费，为此他支付了1100万美元的回扣。他辩称支付这些报酬是因为他一直热心打击贪婪的公司，并且他主张这是行业惯例。莱瑞奇的代理律师为约翰·科克尔（John W. Keker），他代理的其他名人包括安然的安德鲁·法斯托以及被指控有刑事不当行为的投资银行家弗兰克·奎特隆。

莱瑞奇仅被判处两年有期徒刑，并处800万美元的补偿和罚款。2010年3月，他获释后几天就被加州律师协会取消了执业资格。与杰弗里·斯基林和伯尼·埃伯斯等公司高管获得的数十年有期徒刑，以及莱瑞奇通过对上市公司的打击性诉讼赚取的巨额收入相比，他受到的惩罚其实是相当轻微的。莱

---

① 参见Joe Nocera，“*Serving Time But Lacking Remorse*”，《纽约时报》，2008年6月7日，C1版。

瑞奇尽管拒绝配合联邦检察官起诉密尔伯格—维斯律师事务所的其他律师，但仍取得了这一完美的结果。

2008 年 3 月 20 日，密尔伯格—维斯律师事务所 72 岁的创始合伙人梅尔文·维斯（Melvyn Weiss）同意对他在此丑闻中的作用认罪。与莱瑞奇相同，维斯被认为是证券集体诉讼起诉的领军人物。两人曾经都是密尔伯格 - 维斯律师事务所的合伙人，发了财，但后来发生争吵并成立了独立的律师事务所。后来，他们开始进行激烈的竞争以获得集体诉讼的首席律师地位。维斯被判处 30 个月的有期徒刑，并同意支付 1000 万美元的罚款和罚金，这其实相当轻微。有消息披露对于仍未完结的和解案件，包括有史以来金额最大的一些和解案，例如泰科和安然等案件的和解，他的前律师事务所同意向他支付判决和解费的 15%，这引起很多人的愤怒，因为这也意味着维斯在坐牢期间将会因这些付款而获得数千万美元的收入。此外，该律师事务所还同意支付因其起诉引发的律师费，这正是司法部希望阻止它所瞄准的其他企业高管获得的东西。也许，其中也存在一些正义，因为维斯正是伯纳德·麦道夫惊天庞氏骗局的受害人之一。维斯因该骗局估计损失了 2000 万美元。

密尔伯格—维斯律师事务所聘请的专家证人约翰·托科尔森（John Torkelsen）承认在该所提起的集体诉讼中提供虚假证词的指控。作为交换，该证人获得了律师费分成，但对法庭和公司辩护律师隐瞒了这些付款。托科尔森已经因其他不相关的指控被判决入狱。

密尔伯格—维斯律师事务所还被指控在提交法庭审批的报告中，虚报要求公司被告及其高管支付的集体诉讼费用。这包括虚报托科尔森等专家证人的费用，这些专家证人同样采取风险代理收费制度，在胜诉后才收费。因此如果败诉，该律师事务所无须向专家支付任何费用。但为了补偿专家证人，律师们会在后续的案件中虚报专家费用。例如从 1993—1996 年，托科尔森一人就向该律师事务所收取了超过 6000 万美元。他还指控莱瑞奇的律师事务所有同样的行为。这家名为库夫林—斯托娅—格勒—鲁德曼—罗宾的律师事务所在 2006 年的集体诉讼和解费所得最高，2008 年提起多件涉及次贷问题的集体诉讼。

在另一起令人震惊的事件中，在莱瑞奇的帮助下，吉内·考雷（Gene Cauley）在阿肯色州成立了自己的证券集体诉讼律师事务所。2009年5月，他同意承认两项重罪，被判处七年有期徒刑。在一宗针对后来被花旗集团收购的保险公司必胜集团的集体诉讼中，考雷窃取了930万美元的客户和解费。2005年，考雷曾获得《国家法学报》（*National Law Journal*）“全美最佳年轻律师”称号。

非证券法律的集体诉讼丑闻也时有爆发。侵权法之王理查德·施拉格斯（“迪克”）［Richard（“Dickie”）Scruggs］就牵涉了一件特别令人震惊的丑闻。施拉格斯通过长达数年的石棉诉讼赢得了荣誉，导致多家公司破产。他也是烟草诉讼的领军者，一手缔造了有史以来最大的和解案。施拉格斯与烟草公司的战斗成为热播电影《惊爆内幕》（*The Insider*）的主题。据报道，他从该诉讼中赚取了14亿美元的律师费，相当于每小时收费22500美元。①

施拉格斯最近的冒险是起诉拒绝赔偿飓风卡特里娜所造成的损失的保险公司。但2007年，他被指控企图贿赂某州法院法官，说服后者签署一份裁定，批准施拉格斯在该法官所审理案件中的费用申请，此后他的命运急转直下。施拉格斯的共谋者在贿赂该法官时被抓，同意秘密录下与施拉格斯之间关于贿赂的交谈。2008年3月14日，施拉格斯认罪，被判处5年有期徒刑，并在承认其他指控后增加到7年。此外他还被罚款20万美元，并被裁定支付其监禁期间的费用。施拉格斯的儿子大卫（扎克）也承认参与这一行为。密西西比州法官、曾起诉杀害迈德加·艾弗斯（Medgar Evers）的杀手的著名检察官鲍比·得拉夫特（Bobby DeLaughter）因向施拉格斯提供优待而被联邦检察官起诉，丑闻的范围进一步扩大。此外，得拉夫特还被指控获得了施拉格斯的姐夫特伦特·洛特参议员（Trent Lott，共和党—密歇根州）提供的联邦法官任职机会，作为施拉格斯在得拉夫特的法庭获得优待的交换。

肯塔基州也爆发了集体诉讼律师滥权丑闻。在一起因涉及销售芬芬减肥药而对某制药公司提起的私人诉讼中，一些律师被指控为400位集体诉讼的

---

① 参见Niall Ferguson，“*The Ascent of Money*”，第180页。

原告骗取了2亿美元的和解费，三名集体诉讼律师因此被起诉。重审后一名律师被宣告无罪，另外两名被判决有罪并分别被判处25年和20年有期徒刑。被判处20年有期徒刑的律师小谢尔雷·康宁汉姆（Shirley Cunningham Jr.）从窃取的钱中拿了100万美元购买佛罗里达州奥兰多佛罗里达农工大学法学院的一个席位，并带动另一位捐款人提供了75万美元的配套捐赠。康宁汉姆自己填补了这个席位。他每年领取12.5万美元，但从未到校教过课。

在加利福尼亚州，集体诉讼律师被发现在代表尼加拉瓜橡胶种植工人起诉都乐食品公司（Dole Food）的诉讼中伪造证据。该案中，都乐公司被指使用了导致不育的农药，但都乐公司发现原告律师所提交的证据来自从未在都乐公司种植园工作的个人以及并非不育的个人，其中一位工人已经是三个孩子的父亲。[①] 在佛罗里达州，斯科特·罗斯斯泰恩（Scott Rothstein）律师被指控经营一个12亿美元的庞氏骗局，例如他向不知情的投资者销售六宗性歧视和检举人诉讼的巨额和解权益，但这些和解完全子虚乌有。

一些州试图限制律师滥用侵权诉讼。例如，得克萨斯州修改了州宪法，将侵权案件的非经济损害赔偿（痛苦与创伤）的上限规定为75万美元。密西西比州将医疗事故案件的非经济损害赔偿上限调整为50万美元，其他案件调整为100万美元。西弗吉尼亚州更进一步，将损害赔偿上限调整为25万美元。这些州据说商业活动正在增加，医生正被吸引流入，后者获益于降低的保险费。

① 参见 Steve Stecklow, "*Fraud by Trial Laywers Taints Claims in Pesticide Lawsuits*,"《华尔街日报》，2009年8月19日，第1页。

第 2 部分
金融市场的发展

第4章 证券业、银行业和保险业

第1节 证券市场的发展

简单溯源

安然丑闻浮出水面之际，证券市场也正在经历一些革命性的变化。艾略特·斯皮策对理查德·格拉索的退休薪酬计划实施的攻击，对美国最受尊敬的机构之一的纽约证券交易所（NYSE）产生了巨大的影响。纽约证券交易所（简称纽交所）的历史可追溯到1792年3月，当时在纽约科雷酒店举行的一次会议上达成了著名的"梧桐树协议"（Buttonwood Agreement）。该协议至今仍然存在，根据协议约定，签署协议的经纪人对公开发行的股票交易收取固定佣金，并在交易中互惠互利。当时在纽约只有五只可交易的"股票"，其中三只是美国政府证券，两只是银行股。

纽交所时称纽约证券交易委员会，于1817年正式成立。纽交所试图通过只允许会员进入交易大厅的方式，垄断其"挂牌"股票的交易。一些经纪人在大街上交易纽交所股票和其他股票，这对纽交所形成一定竞争，但由于这些场外经纪人无法即时获得纽交所股票价格，所以产生的竞争比较有限。纽交所的交易量在1824年达到顶峰，在随后六年内下滑了85%。然而，

1830 年铁路股票在纽交所的交易，重新激起了人们对股票交易的兴趣。事实上，在 19 世纪后几十年的时间里，铁路股票在纽交所的股票交易中占据了主导地位。

事实上，在美国内战爆发催生的投资狂潮之前，场外市场并未对纽交所构成实质性威胁，但是 1836 年纽交所开始禁止其会员在场外市场交易。内战期间投机盛行，许多交易所应运而生，由于美利坚合众国的前景时好时坏，使得黄金价格震荡剧烈，因而黄金投机尤为盛行。纽交所禁止名下会员与“综合交易所”（Consolidated Exchange）的任何关联方开展联系，彼时的“综合交易所[①]”是一家臭名昭著的投机商，它是纽交所当时最大的竞争对手。“纽交所总裁承认这项规定的目的就是把综合交易所撵出市场”。然而，这些来自替代市场的竞争者也在交易纽交所股票，这导致纽交所席位的价值从 4000 美元的高位跌至 1861 年的 500 美元。

19 世纪后期，竞争对手们试图利用纽交所的报价作为其在自己的市场开展同样的股票交易的基础。然而，纽交所通过向法院起诉成功地限制了竞争对手获得它的报价。法院认可纽交所在股票报价信息保护和发布方面的专属权，纽交所对其交易股票的垄断地位因此得到进一步加强。[②] 1871 年，纽交所引入持续交易系统，这是纽交所发展历程中又一个重要的里程碑。以前，纽交所是一个“集合竞价”（“call”）市场，交易所按照名单依次喊价拍卖股票。这种喊价拍卖每天进行两次，即上午、下午各一次。改用持续交易系统后，纽交所股票可以在交易日任何时间买卖，其股票的流通性因此得以提高。“专业券商”（Specialists）应运而生，他们坐在纽交所交易大厅的固定区域，专门负责少数几只证券的交易。最初，他们仅在特定股票上相互竞争，但最终纽交所给予每只上市股票的专业券商做市垄断地位。

这种垄断地位给专业券商带来了巨大的收益，而这种情况也至少持续到

① 参见 M. Van Smith, “The Commodity Futures Commission and the Return of the Bucketeers,” 第 13 页 n26。

② 参见 United States House of Representatives, Report of the Committee Appointed Pursuant to House Resolutions 429 and 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit, H. R. Rep. No. 1593, 62d Cong., 3d sess. 37 (1913)。

21 世纪电子交易的问世。这是因为和其他交易商相比，专业券商拥有时间和场所优势。而且由于纽交所的所有订单必须首先由专业券商经手，他们可以随时买卖各自关注的股票，因此没有人能够比他们更快地对影响市场的事件作出反应。同时，他们的报价都包含有“价差”（spread），其买入价低于卖出价，也就是说，如果股票价格维持不变，向专业券商购买股票而又转售的人就要蒙受与价差等值的损失。因此，任何进入纽交所交易的人都必须向专业券商支付价差，而专业券商则辩称他们收费的理由是向交易商提供了流通性，理应得到相应报酬。

专业券商还拥有另一个优势：他们可以保留客户的限价指令，而且是唯一能够查看它的人。客户的限价指令要求专业券商在市场发生波动时购买或出售特定数量的证券。例如，客户可能向专业券商登记一只股票的“止损”（stop loss）指令，要求专业券商在该股票价格下跌到特定价格时（比如 5 美元）卖出该股票。通过收集限价指令信息，专业券商可以在市场发生波动时预测出其可能发展的方向。具体而言，他们知道某只股票价格发生变动时将会触发的限价指令数量和价格水平，从而可以根据这些宝贵的内部信息设定相应的报价。

监管

纽交所未受监管的时间长达近 150 年，但 1929 年的股市崩盘终结了这种自由。美国通过了《1934 年证券交易法》（*Securities Exchange Act of* 1934），要求纽交所在美国证券交易委员会（SEC）登记为“全国性证券交易所”，并接受证交会监管。在纽交所的一位杰出会员理查德·惠特尼（Richard Whitney）曝出丑闻后，证交会要求纽交所进行重组。但是，证交会对纽交所的监管基本上处于放任自流状态，仅在 1964 年责令其取缔场内交易商。这些被取缔的场内交易商是在交易所大厅从事自营交易的纽交所会员。证交会认为，场内交易商拥有时间和场地优势，这对其他交易商不公平。

证交会允许专业券商留在纽交所场内，但要求他们为其垄断地位付出代价。证交会要求专业券商维系一个持续的双边市场，并为其专营的股票维持

一个“公平有序”的市场。维系持续市场的义务旨在促进流通，维持公平有序市场的义务意在保持价格稳定，这需要专业券商在市场下跌时买入股票，在市场上升时卖出股票。这一安排看起来很奇怪，因为它表明证交会认为垄断比市场竞争更有效，而且与定价效率相比，价格稳定是其更乐于实现的目标。

证交会还允许纽交所继续禁止在纽交所交易大厅外的任何地点交易其股票，这项规定对维持专业券商的垄断地位至关重要。但是通过“第三市场”和“第四市场”可以规避禁令，前者涉及不属于纽交所会员的证券经纪人开展的纽交所股票交易，这些交易不受纽交所规定管辖，后者涉及非会员机构投资者之间的直接交易，这些交易不通过交易所或证券经纪人作为中介。

纽交所专业券商面临的另一个竞争是“大宗交易”（block trade），即纽交所证券经纪人在“楼上市场”（upstairs）安排并在交易大厅“交叉”（crossed）（买方和卖方相互匹配）的大额交易。机构喜欢这种业务，因为专业券商在此类大宗交易中往往无法形成竞争性市场。高盛（Goldman Sachs）专门为其大型机构客户提供此项业务。20世纪90年代，纽交所执行了其上市股票近70%的订单和80%的交易量，但是近一半交易量来自大宗交易，这凸显出机构交易商这股新兴力量正在市场中异军突起。

机构交易商，例如共同基金和联合养老基金（还有现在的对冲基金、私募股权和主权财富基金），在第二次世界大战后开始取代证券市场中的个人散户投资者。截至1992年，机构在股票市场交易量中占比超80%。当时，机构持有美国各类股票的占比高于50%，而1975年仅为30%。这一发展产生了多重影响，其中至关重要的是，证交会和联邦证券法律只保护小型投资者，而不是能够自我关照的机构和熟练投资者，这使得机构和富裕人士更多地在证交会监管框架之外运作。

全国市场系统

1971年，证交会针对机构交易增长开展了一项研究，这是因为证交会担心机构交易的增长会造成机构和零售投资者各自分层，形成一个由大型机构、

中小型机构和富裕人士、小型散户组成的三层市场。此外，证交会还担心市场“分化”（fragmentation）会导致相同证券在不同市场的定价迥然不同。

证交会试图通过一个模糊的概念应对以上担忧，这一概念叫作“中央市场”（Central Market）系统，后来更名为“全国市场系统”（National Market System，NMS），这一系统在1975年通过的修正案中被纳入通过的《1934年证券交易法》。修正法案对中央市场系统的发展给予了法定认可，但并未明确中央市场是什么样子。证交会的这些努力后来证明是徒劳的。证交会中央市场方案中的高水平线条款似乎就是交易所上一期间交易报告的汇总记录磁带，这一做法在技术取得重大进步的今天看起来十分古怪。

此外，在不同交易所专营同一股票的专业券商之间，还建立了电子链接，即所谓的跨市场交易系统（Intermarket Trading System，ITS），但这几乎未影响到纽交所对其上市股票的支配地位，因为区域性交易所的专业券商更愿意直接采用纽交所专业券商的报价，而并不想与这些更强大的纽交所做市商开展竞争。1981年，跨市场交易系统施行了一项规定，这项规定“改变了跨市场交易的本质，使之从自愿执行系统（一个市场的做市商可以选择在其他市场执行交易）转变为强制性执行系统（一个市场的做市商在某些情况下被迫在其他市场执行交易）”。[①]

纽交所专业券商和纳斯达克做市商之间也建立了联系，但由于纽交所第390号规则禁止纽交所会员在交易大厅之外开展纽交所证券的交易，所以两者之间有大量的交易无法开展，于是都在翘首企盼第390号规则的废止。最终，证交会要求纽交所将第390号规则的适用范围缩小到1979年4月26日之前上市的纽交所股票。至此，纳斯达克做市商可以通过跨市场交易系统交易在该日期之后上市的纽交所股票。然而，继续在第390号规则管辖内的股票仍在“最蓝”的蓝筹股之列，并在纽交所交易量中占有很大比重。直到1999年12月，纽交所才迫于证交会施加的压力，同意完全废止第390号规则。

证交会坚持中央市场这一概念，并在1997年通过《穿价原则》（*Trade -*

① 参见Dale A. Osterle，“Regulation NMS，”第613、第640页。

through Rule），要求纳斯达克做市商告知客户来自其他客户的优于做市商报价的可匹配限价指令，并披露做市商此前是否在电子交易平台上以更优的价格交易过。2005 年，证交会在《全国市场系统条例》（Regulation NMS）中进一步拓展穿价交易规则，其中包括“指令保护规则”（Order Protection Rule）。指令保护规则要求“交易中心”（trading centers）设立书面程序以防止执行“穿价交易”，即指令执行价格低于其他交易中心显示报价的情况。[①] 交易中心包括全国性证券交易所、交易所专业券商、电子通信网络、场外做市商和大宗头寸商。

证交会还通过了一项“访问规则”（Access Rule），该规则要求交易中心确保公平地获得报价，禁止市场参与者展示锁定或划掉自动报价的报价，自动报价是指没有价差或逆价差的买入价和卖出价。《全国市场系统条例》还包含“亚美分规则”（Sub - Penny Rule），这项规则禁止市场参与者接受、排列或展示定价增量小于一美分的指令、报价或指示，除非标价低于每股一美元。

专业券商问题

纽交所专业券商和场内经纪人是近年来许多丑闻的中心。例如，检察官曾指控场内经纪人在客户指令间不当介入，但该指控未获法院支持。纽交所两名专业券商在被判有罪后提起上述，最终第二巡回上诉法院撤销了对其的有罪判决。上诉法院认为，没有足够的证据证明专业券商在被指控的中介交易中存在欺骗行为。在此之前，另一名专业券商的有罪判决也以同样理由予以撤销。政府曾对 15 名专业券商提起刑事诉讼，但后来撤回对其中 7 人的指控，另有两起诉讼最终被作出无罪判决，有一个专业券商逃匿，另有两个供认不讳，但地区法院法官根据上诉法院的裁决撤销了二者的有罪判决。

证交会在这方面则更为成功。它曾指控一些专业券商在执行客户指令前抢先进行交易，这些公司最终同意支付 2.41 亿美元达成和解。专业券商还被指控“移花接木”，将某一客户的交易信息输入到与其他客户订单相匹配的账

① 参见 70 Fed Reg. 37496（2005 年 6 月 29 日）。

户中。2007年3月，证交会再次出手，指控十四家专业券商违规交易，其中包括在芝加哥期权交易所（Chicago Board Options Exchange，CBOE）、美国证券交易所（American Stock Exchange，AMEX）、费城证券交易所（Philadelphia Stock Exchange，PHSE）和芝加哥股票交易所（Chicago Stock Exchange）于执行客户指令前抢先交易。以上公司还包括高盛和花旗旗下机构，它们同意支付7000万美元达成和解。

信息技术

1957年，纽交所曾被埃巴斯科服务公司（Ebasco Services）委托开展一项关于交易报告自动化和改进清算报价服务的研究。然而，直到1966年，场内交易数据的传输才实现完全自动化。20世纪60年代末爆发的文案工作危机表明，交易所要发展壮大，要能支撑高交易量，就必须提高其清算和结算系统的自动化程度。1971年，纽交所美联储前主席威廉·麦克切斯尼·马丁（William McChesney Martin）开展了一项研究，研究结论认为，计算机正在改变证券市场，"因为它们让通信系统变为现实，并为彻底改进市场运作方式提供了实现手段"[①]。这一结论极富预见性。在接下来的35年内，信息技术在证券行业引发了一场彻底的革命。[②]

纽交所于1976年推出订单转送及成交回报系统（Designated Order Turnaround，DOT），随后在1984年推出超级DOT系统。这些系统允许客户将订单以电子方式传输给专业券商。到2000年，超级DOT系统处理的订单量约占纽交所交易量的90%。1979年，纽交所对交易技术进行了重大升级。到1982年，纽交所日交易指令处理量首次突破一亿股。1982—1995年，纽交所技术投入逾10亿美元，推动其日均处理量超过2亿股，而指令执行时间大幅减少。

1995年，纽交所再次升级交易技术，新增便携式终端、光纤、手机和高

---

① 参见William McChesney Martin，The Securities Markets，3。

② 这些讨论由信息技术进步和竞争引发，涉及股票和大宗商品市场发展变化。摘自"For Whom the Bell Tolls: The Demise of Exchange Trading Floors and the Growth of ECNs," *Journal of Corporate Law*。

清平板信息显示器。1997 年，纽交所推出了无线数据系统，通过该系统，场内经纪人在交易大厅可随时随地接收指令、汇报指令执行情况以及获取市场信息。两年后，纽交所又引进了 3D 交易大厅操作中心（Trading Floor Operations Center）。

20 世纪末，市场的急速飙升，正是得益于上述改进，纽交所指令日处理量超过 14 亿股。而在 20 世纪 60 年代几乎摧毁纽交所的文书工作危机期间，当时的日交易量仅为 1000 万股，两者形成鲜明对比。在 20 世纪 90 年代末市场上行期间，纽交所每日轻松处理十多亿股交易，这也与 1987 年 10 月股市崩溃时纽交所无力处理 6000 万股的日子形成鲜明对比。但是，这些进步并没有形成一个电子交易所；相反，只是被称为计算机辅助交易（CAT），这表明技术只是在辅助专业券商，还没有取而代之。

纽交所逐步失去其垄断地位，其中第 390 号规则的废止影响最大。2002 年，纽交所允许一些人查看专业券商的限价指令簿，这使得场外参与者可以看到专业券商高于最高价购买和出售股票。2004 年，纽交所扩大了专业券商完全电子化执行订单的规模。2005 年，纽交所创建了一个“混合”的交易环境，其中交易完全通过电子交易进行，既没有专业券商的干预，也无须通过他的指令簿来执行。

2008 年 10 月，为应对电子交易平台日益激烈的竞争，纽交所创建了一种新型市场模式，它放弃了具有历史意义的专业券商交易系统，转而用“指定做市商”（Designated Market Maker）代替，以便在新的电子交易环境中发挥作用。指定做市商继续对单只股票保持垄断地位，并继续留在交易场内，但他们大部分的交易均为场外电子交易。同时，指定做市商要继续承担以有序的方式向双边市场报价的义务。

2010 年 3 月，纽交所邀请 Getco（全球电子交易公司）接替巴克莱资本（Barclays Capital），成为 350 只股票的指定做市商。其实，自打 2008 年 10 月后，Getco 已经是纽交所的“补充流动性提供商”（Supplemental Liquidity Provider）。补充流动性提供商是指使用自有资本交易的“楼上”市场电子交易公司，旨在为指定做市商提供“补充”资本，并承担一定的做市报价义务。纽

交所还对交易大厅进行了重新设计，以便整合“楼上”市场和交易大厅的剩余部分（由 100 余个场内经纪人操纵）。场内经纪人也在发展，他们通过将指令发送到不同的市场，在纽交所场内进行“楼上”交易。

进一步自动化

自动化的应用在其他地方得到加强。20 世纪 60 年代，证交会人员开展了一项专项研究，研究指出，需要开发自动化系统，以代替将报价手动印刷到“粉单”（Pink sheets）上再分发给证券经纪商的做法。随后，电子“报价”系统应运而生，开展场外股票交易的纳斯达克开始应用这一系统。纳斯达克取代了粉单市场的位置，但并未完全取而代之。不可思议的是，粉单市场在电脑时代依然得以幸存。20 世纪 90 年代，克罗姆威尔・库尔森（Cromwell Coulson）从美国国家报价局（National Quotations Bureau）买下了粉单市场，自 21 世纪开始，粉单市场逐渐成为美国旧西部式（Wild West）的小盘交易市场。

与纽交所和其他交易所使用的专家拍卖系统不同，纳斯达克雇用了相互竞争的做市商，并将市场分为三个层级：大型公司的全国市场系统、中小型公司的小型资本市场以及低流动性证券的公告板市场，纳斯达克市场大获成功。截至 1992 年，纳斯达克交易量占美国各类市场交易量的 42%。到 2000 年，纳斯达克日交易量有时突破 25 亿股，比纽交所交易量还多 10 亿股。

最初，纳斯达克不提供订单自动交易服务；相反，当经纪人在电脑屏幕上看到纳斯达克某只上市股票的报价后，会联系挂出报价的做市商，与之协商交易。纳斯达克开发了一个小订单交易系统（Small Order Execution System，SOES），用于自动执行小客户订单，但大额交易仍然要和做市场口头协商。做市商多次滥用小订单交易系统，他们受到同样使用小订单交易系统但却更青睐超级蒙太奇电子交易系统（SuperMontage electronic trading system）的“当日交易者（短线交易者）”（day traders）的抨击，最终小订单交易系统被抛弃。纳斯达克的另一项改进是采用 SelectNet，这是一个基于屏幕的交易系统，纳斯达克成员可以通过计算机进入该系统协商交易条款。

证券行业在电子交易方面取得的进步还包括证券经纪商交易后台自动化处理系统。此外，路透社（Reuters）、夸特隆系统公司（Quotron System）、德励财经（Telerate）、自动数据处理公司（Automatic Data Processing）、奈特里德报业（Knight - Ridder）和彭博（Bloomberg）等私人服务商还为证券经纪商提供经改良的屏幕式信息和服务。1990 年，由美国国会工作人员开展的一项研究指出，“金融信息供应商可能会使用自动化交易系统提供交易服务”[①]。盖姆科公司（GEMCO）在这方面的尝试以失败告终，但极讯公司（Instinet）却大获成功。极讯公司是一家机构网络公司，创建于 1969 年，后来被路透社收购，之后开始提供电子证券交易系统，20 世纪 90 年代初，其日均交易纽交所和纳斯达克上市的股票达到 1300 万股。极讯公司允许证券经纪商和机构交易商在买卖纽交所和纳斯达克股票时注明利息，参与者参考注明的利息给出卖价或买价，然后由极讯公司处理和报告交易情况。为了保护机构在交易中的身份，交易订单不会被公开披露。直到 20 世纪末，极讯公司日均处理 1.7 亿股，其中有 2000 万股是在传统交易时段后交易的。

电子交易网络的竞争

通过使用算法，电子交易有利于促进订单处理的电子化。由于会影响到专业券商制度，各交易所都不愿意使用算法来替换其交易大厅的功能。然而，未上市公司没有这样的顾虑。使用算法进行电子交易的参与者很快意识到电子交易系统的好处，例如降低成本、减少交易错误、提高运营效率、促进风险管理等。证交会最初将电子交易平台称为电子通信网络（Electronic Communication Networks，ECNs），后来又称为“另类交易系统”（Alternative Trading Systems，ATS）。电子通信网络基于屏幕，证交会最初将其视作证券经纪商进行监管。证交会并不要求电子通信网络按照纽交所的规定注册为全国性证券交易所，因为要注册为交易所，就必须要履行自我监管的规定以及其他需要投入高昂费用才能达到要求的规定。同时，由于另类交易系统只是帮助第三

① 参见 Office of Technology Assessment，U. S. Congress，“Electronic Bulls and Bears”，U. S. Securities Market and Information Technology（September 1990），第 136 页。

方匹配订单，而不像纽交所专业券商一样可以构成持续的证券市场，证交会由此认为，其不需要注册为全国性证券交易所。

20 世纪末，电子通信网络大举进入金融市场，并为机构交易商提供各种各样的自动交易系统。截至 1994 年，这些专有系统的交易量占纳斯达克的 13%。然而，受第 390 号规则的持续影响，电子通信网络的交易量仅大约为纽交所的 1.4%。证券经纪商也开始采用可以在内部匹配客户订单的自动化系统，但纽交所第 390 号规则规定，在该规定废止之前，受该规则管辖的股票订单必须在纽交所交易。

纽交所通过第 390 号规则保持市场份额，实现创纪录的利润收入。然而，由于受到电子通信网络交易的冲击，纳斯达克的市场份额受到严重侵蚀，因此纳斯达克也卷入这场与电子通信网络的斗争。由于一些经纪商允许其客户在线开展交易，极讯公司与这几家在线经纪商建立起合作关系。1999 年 8 月，极讯公司还与几家大型经纪公司合作，包括美林、高盛和摩根士丹利，共同建立起电子平台 Primex Trading 公司，专门服务于交易纽交所上市股票的机构交易商，纳斯达克也加入其中。

其他电子通信网络包括 Wit Capital、OptiMark、Easdaq、POSIT、TONTO 系统（后成为群岛电子交易商）、彭博 Tradebook、Attain 系统、MarketXT、GFINet 系统、Bridge Trader、Strike 系统和交易系统（Trading System）。彭博 Tradebook 系统作为一个电子通信网络，为其在纳斯达克的客户提供交易策略。BRASS Utility 系统则是一个为纳斯达克全国市场系统和小盘股交易提供自动执行、清算和结算的电子通信网络。BRUT 系统是一个基于计算机的专用系统，允许交易者以匿名的方式匹配纳斯达克全国市场的订单和小盘股票。为与欧洲交易所竞争，九个大型投资银行创建了绿松石（Turquoise）电子股权交易系统，2009 年，伦敦证券交易所购买了绿松石的大部分股权。

一些电子通信网络逐步发展壮大，它们急于注册成为交易所，以便通过电子设施直接与传统市场竞争。群岛控股公司（Archipelago Holdings）通过与太平洋交易所（Pacific Exchange）订立协议，成为股票交易所。作为一个领先的电子通信网络公司，岛屿电子通信网络公司（Island ECN）也向证交会提

出申请，希望成为证券交易所。为应对电子通信网络的竞争，美国的一些区域性交易所也全部或部分采用电子交易。伯纳德·麦道夫是基于交易所进行电子交易的先驱，他后来在次贷危机中通过庞氏骗局，导演了世界上最大的投资欺诈案，并因此臭名远扬。麦道夫在 20 世纪 70 年代花费 25 万多美元，将辛辛那提证券交易所（Cincinnati Stock Exchange）改造为全方位的电子交易所。辛辛那提证券交易所创立于 1885 年，最初是一个集合竞价市场，在早市和午市期间，当地股票轮流在这里进行口头集合竞价。麦道夫准确地判断出，大多数股票交易最终将完全实现电子化。为了促使其他公司与其进行电子交易，麦道夫公司还率先推出了“订单流付款”（payment for order flow）的概念，那些将客户订单介绍到麦道夫的经纪公司将得到相应报酬，正因如此，麦道夫在传统市场不受做市商的欢迎。到了 20 世纪 90 年代，麦道夫在纳斯达克股票交易量中约占 10% 的份额。

1995 年，辛辛那提证券交易所搬到芝加哥，成为全国性证券交易所。当时，它面临着来自其他电子交易平台的严峻挑战。为此，它与颇受青睐的电子通信网络公司——岛屿电子（Island）签订了联动协议，后来极讯集团（Instinet Group）的所有者路透社购买了岛屿电子。在纳斯达克收购岛屿电子之前，岛屿电子和路透社两家公司约占纳斯达克上市股票交易量的 22%。此后，中西部证券交易所（Midwest Stock Exchange）更名为芝加哥证券交易所，成为一家全方位的电子交易所，在互联网上交易纳斯达克、纽交所和美国证券交易所的上市的股票。

2000 年，证交会主席阿瑟·莱维特指出，电子通信网络“为投资者提供了更多的选择，并将交易成本降低至不到 1 美分。因此，这些网络对已有的成熟市场中心构成严峻的竞争性挑战”①。电子交易也给市场注入新的活力，2005 年，纽交所大厅的交易完成时间约为 14 秒，而到了 2008 年，其订单在 3～7 毫秒内就可完成匹配。对于一些远离交易中心的交易商而言，光速正在成为他们必须要面对的问题。②

---

① 参见 Arthur Levitt, “The Future of Our Markets,” 第 1 页、5 页。

② 参见 Tabb Group, “US Equity Market Structure”。

这并不是说电子交易没有挑战，如涉及指令输入错误的“胖手指”（fat finger）综合症可以导致一些重大损失。此外，计算机在关键时刻的突然崩溃，也会导致订单不能及时交易。2008年9月8日，伦敦证券交易所（London Stock Exchange）的计算机在操作中出现故障，导致场内交易商在市场上扬期间被冻结交易长达7个小时。多伦多证券交易所（Toronto Stock Exchange）曾因为数据传输问题于2008年12月17日关闭。2008年12月24日，同样由于技术问题，芝加哥商品交易所（CME）的电子期货市场Globex下跌3个多小时。监管问题也可能会影响交易质量，如在2008年9月，证交会在次贷危机高峰期间实施的卖空限制也曾引发了一系列问题。

2010年5月6日，道琼斯工业平均指数在几分钟内狂跌近1000点。在这场著名的“闪电崩盘”（flash crash）之后，人们对电子交易的忧虑越来越大。人们因为各种原因抛售股票，例如高频算法订单、交易错误、欧洲经济状况的不确定性、宝洁公司（Procter & Gamble）出售订单、瓦德尔—里德共同基金（Waddell & Reed）在芝加哥商品交易所执行的大额交易，以及由纳西姆·塔勒布（Nassim Taleb）（关于随机事件的畅销书作者）建议对冲基金进行的大额期权交易。证交会主席玛丽·夏皮罗（Mary Schaprio）召集了交易所的领导人到华盛顿开会，他们同意在这种下行时期使用熔断机制来中断交易。夏皮罗还要求交易所建立一个价值数十亿美元的交易数据库，以便能够更容易追踪未来的事件。对于电子交易的另一个担忧是“无成交意向的报价”（stub quotes），这些报价来自做市商，他们并不希望交易，但又因为必须要维持双边市场而不得不进行报价。

此外，电子交易系统也可用于欺诈。有一位斯洛伐克公民在互联网聊天室骗取到客户的账户，通过可以操纵的无流动资金的合同，对客户的账户进行交易。交易在芝加哥交易所运行的电子交易系统eCBOT上完成，他因通过这种方式盗取客户的资金而被起诉。[①]

---

① 参见In re Miklas, Comm. Fut. L. Rep.（CCH）¶30，818（CFTC 2008）。

纳斯达克

纳斯达克正在从电子通信网络竞争中脱颖而出。截至2002年，电子通信网络占纳斯达克上市股票交易量的70%。为了获得更丰富的资本资源，纳斯达克从私有会员制机构改制为股份制上市公司。纳斯达克通过私募出售部分股权，然后进行公开发行。上市后，纳斯达克仅拥有26%的股份，但通过特殊投票结构保留了控制权，待控股公司改制完成后，特殊结构将失效。2006年，为了与纽交所开展全方位的竞争，纳斯达克成为了全国性的证券交易所。

纳斯达克斥资1亿美元，开发超级蒙太奇电子交易平台，与电子通信网络进行竞争。随后，2005年4月，纳斯达克斥资约19亿美元，收购极讯公司的电子通信网络业务，进一步迈向全电子交易业务。纳斯达克还试图通过并购来阻止市场份额流失，然而，与美国证券交易所的合并以失败告终。2008年，纽交所收购了美国证券交易所。虽然纳斯达克和费城股票交易所（美国历史最悠久的交易所）的合并最初也未成功，但纳斯达克于2007年11月耗资6.52亿美元收购费城股票交易所，此外还收购了波士顿证券交易所（Boston Stock Exchange）。纳斯达克正在经营名为TRACE的公司债券交易报告系统，该系统后来被提议用作信用违约报告中心，以处理次贷危机引发的市场问题。

根据《1934年证券交易法》，证交会批准伦敦的一家电子通信网络在美国经营，但不需要注册为全国性证券交易所，这使得竞争愈演愈烈。纽交所和纳斯达克开始寻求与伦敦、巴黎、东京、墨西哥、圣保罗、阿姆斯特丹和其他地方的市场联动。外国电子通信网络可以充分利用全球化，它们有能力克服使得美国投资者青睐国内交易所的“母国偏见”（home bias）。由于电子通信网络只是数学模型，因此基本上不受地方偏爱或规则解释不确定性的影响。

蒙特利尔（Montreal）、温哥华（Vancouver）、多伦多（Toronto）和阿尔伯塔（Alberta）的交易所重组为泛加拿大交易所（Pan – Canadian Exchange）。欧洲各交易所也合并成为泛欧交易所（Euronext）。伦敦证券交易所越来越受

到那些不愿意遵守证交会规则的公司的欢迎。伦敦和法兰克福（Frankfurt Stock Exchange）证券交易所合并后，竞争加剧。它们与巴黎证券交易所（Paris Bourse）和纳斯达克达成联动协议，但纳斯达克最终未能获得伦敦证券交易所的控制权。纳斯达克将其在伦敦交易所的28%股权以及纳斯达克的20%股份出售给迪拜世界主权投资基金（Dubai World）。纳斯达克斥资近50亿美元收购了一家北欧市场运营商OMX交易所的控股权，该公司成为纳斯达克与迪拜交易所的合资企业。

纽约证券交易所转型

2003年，纽交所向时任首席执行官里查德·格拉索提供1.87亿美元的退休薪酬，由此引发了退休薪酬丑闻。在此之前，纽交所一直都成功抵制了电子通信网络的竞争。在格拉索任期内，纽交所的交易量呈爆炸式增长，纽交所85%的交易来自纽交所上市股票，而且纽交所的席位价格在其任期内也翻了一番。虽然纽交所是一家非营利性公司，但在1995—2000年，公司的总利润超过20亿美元。格拉索通过不断更新技术以加快交易完成时间，保持了纽交所的竞争力。20世纪90年代，纽交所的技术投入超过20亿美元。21世纪伊始，纽交所的信息技术预算每年高达3.5亿美元。

格拉索最终屈从于压力，允许将第390号规则的其余部分于1999年废除。尽管如此，纽交所仍在21世纪坚守阵地，占纽交所上市股票交易量近80%的份额。但是，格拉索在判断时犯了一个错误，他坚持纽交所必须向自己支付1.87亿美元的累积退休薪酬，才同意留任纽交所。尽管纽交所确实欠他这笔巨额资金，而且其中大部分确实理所应得，但安然时代的丑闻使得向高管支付高额薪酬成为人们抨击的对象，最终格拉索的巨额退休薪酬引起了新闻界的愤怒。正如第3章所述，新闻界对格拉索退休薪酬的批评火焰很快引起了纽约总检察长艾略特·斯皮策的注意。斯皮策对格拉索提出诉讼，声称其退休薪酬太多，违反了纽约法规中关于非营利性公司管理的规定。

纽交所董事会屈服于外界压力并辞退了格拉索，这一决定对纽交所产生了巨大的影响。此前，格拉索通过抵御破坏纳斯达克市场的电子通信网络，

使得纽交所保持强劲势头。但随着格拉索退居二线，纽交所新任管理层很快就开始拆除纽交所的交易大厅，将其改造为电子交易所。高盛的高级合伙人亨利·鲍尔森（Henry J. Paulson）（后担任美国财政部长，于次贷危机期间卸任）担任改造项目的先锋。鲍尔森得到格拉索的接任者约翰·泰恩（John Thain）的帮助，而约翰·泰恩也是高盛的合伙人。在次贷危机期间，泰恩也成为一个领导人物，他跳槽美林证券并举起救援美林的大旗，但他在入驻美林的几个月后，就提出要获得1000万美元报酬的荒诞要求，这使其置身于尴尬境地，而美林最终在他手中分崩离析。

实际上，格拉索和纽交所的未来之争，与高盛休戚相关。像高盛这样的经纪公司喜欢在内部（在"楼上"）执行订单，它们不喜欢通过交易所，因为那样只会让专业券商从中获利。2000年，为了在"楼上"和"楼下"两个世界追逐最佳效益，高盛花费65亿美元，收购了一家在行业领先的纽交所专业券商公司——斯皮尔—利兹—凯洛格公司（Spear, Leeds, & Kellogg）。双方都在宣扬，这次合并确保了它们在"楼上"和"楼下"的订单流量中均保持中心地位。事实证明，由于受到另类交易系统从纽交所猎取市场份额的冲击，这宗并购案对高盛而言非常失败。①

由于斯皮尔—利兹—凯洛格是一家专业券商公司，所以高盛理应保护纽交所。尽管如此，鲍尔森、泰恩及其高盛同事都认为，电子交易将成为订单执行的首选方法，他们愿意削减对斯皮尔—利兹—凯洛格的投资，以实现这一目标，并进一步加大高盛的另一项投资。高盛持有群岛控股公司（Archipelago Holdings）15%的股权，群岛控股公司是一家位于芝加哥的电子通信网络公司，日交易量约5亿股，大多为纳斯达克股票。泰恩和鲍尔森希望纽交所与群岛控股公司合并，但格拉索阻止了这一举动。

格拉索薪酬丑闻浮出水面后，鲍尔森出手帮助除掉格拉索。随着格拉索的离去，泰恩接任成为纽交所的一把手，鲍尔森和泰恩就此着手安排纽交所与群岛控股公司合并。这一合并给纽交所创造了一个强大的电子交易平台，

① 参见 Charles D. Ellis, The Partnership，第651页。

平台被命名为纽交所高增长板市场。尽管这次改变遭到了纽交所一些成员的反对，但纽约州上诉法院驳回了持反对意见的纽交所成员提出的申述，他们声称受到泰恩的误导，因为泰恩并未充分披露与群岛控股公司合并的可能性。原告在合并宣布之前出售了他们的席位，而纽交所成员资格的价值却在合并宣布之后大幅上升。

作为与群岛控股公司合并的一部分，纽交所放弃了其非营利地位，实行股份制，成为一家上市公司，并改名为纽交所集团。而后，泰恩将其变成了一个全球化的交易所，事实证明他这样做是正确的。自2000年以来，在美国交易所进行交易的外国客户数量增加了2倍以上，而在外汇交易所进行交易的美国客户数量增长了4倍多。截至2007年底，美国投资者持有约7.2万亿美元的外国证券。为了在全球市场上竞争，泰恩总结说，纽交所需要一个外国合作伙伴，但这将损害纽交所在股票交易中的霸主地位。纽交所“是用了两百年建立起来的品牌，是大街上男男女女心中等同于华尔街和美国金融的品牌”[①]。然而，在2006年纽交所与由欧洲各大电子交易所合并而成的泛欧洲交易所（Euronext）合并后，美国失去了对纽交所的控制。

当纽交所宣布有收购泛欧交易所的意向时，一场投标大战爆发。竞争对手是德意志交易所（Deutsche Borse），但最终纽约证交所获胜。作为兼并的一个条件，纽交所同意在合并成立新实体后，将管理层和董事会席位与欧洲交易所平均分配，从而放弃了对美国最古老的金融机构之一的控制权。如果证交会试图监管其欧洲业务，泛欧交易所还有权退出合并业务，由此可窥见世界其他国家对证交会式监管的看法。

纽约泛欧交易所与其他外汇交易所结盟，继续进行全球扩张。这些企业包括与东京证券交易所（Tokyo Stock Exchange）进行联动，与阿布扎比证券市场（Abu Dhabi Securities Market）建立合资企业，以开发交易技术和新的投资工具。纽约泛欧交易所同意购买25%的卡塔尔股票市场（Qatar Stock Market）。然而，与德意志银行形成战略全球联盟或合并的提议却于2008年12月

① 参见Gasparino, *King of the Club*，第96页。

宣告失败。

2000 年，纽交所创建了一种新的交易设施，其特色是具有最新的市场数据显示技术，但仍然保留了一个大厅式拍卖市场。该设施于 2007 年结束运营，纽约泛欧交易所开始转为电子处置方式。2006 年，交易所还宣布，它将开始对发行的 4000 种债券进行电子交易。纽约泛欧交易所于 2008 年 1 月以 2.6 亿美元的价格收购美国证券交易所，其中超过一半的员工被裁员解雇。纽约证券交易所与欧洲交易所的合并还产生了一些其他广泛的影响。2007 年，全国证券交易商协会与纽约证交所监管局合并成立金融业监管局（Financial Industry Regulatory Authority），从而创建了一个自我监管机构，消除了很多重叠和冗余的程序。此外，纽交所和全国证券交易商协会还对仲裁程序进行合并。

从 2005 年到 2008 年 8 月，在纽交所与泛欧交易所合并之后，纽交所上市股票在纽交所市场中的份额从 78.9% 下降到 25.1%。纳斯达克将其纽交所股票的匹配市场份额从 2006 年的刚刚超过 10% 增加到 2008 年的约 25%。这场竞争愈演愈烈，2008 年 7 月 11 日，纳斯达克在纽交所上市的股票比纽交所本身多。然而，这场竞争有其两面性。2006 年，纽交所处理纳斯达克交易量的 21.3%。其他竞争来自于总部在堪萨斯城的巴茨交易所（BATS Trading），该公司于 2008 年 8 月成为一个受监管的全国性证券交易所。之前，巴茨交易所一直占纳斯达克和纽交所交易活动的 10%。作为全国性证券交易所，巴茨交易所对所有经纪自营商开放，但与典型交易所不同的是，其成员资格是有限制的。

纽约泛欧交易所合并成立之后，纽交所的相当一部分交易大厅被拆除，导致数百名纽交所员工被裁员。2003 年，约有 3000 名场内经纪人、专业券商及其场内员工，但到 2007 年底，这一数字已经减少到 1200 人。纽交所专业券商雇用的场内员工数量减少一半，专业券商的数量减少到了 7 家，而 20 世纪 90 年代则有 40 家，专业券商也失去了偶像地位。纽交所甚至考虑将他们的名称更改为“做市商”或“流动性提供者”，这就是后来实施的变革。

这一切都给纽交所的传统角色带来了沉重打击，但交易所的股份化似乎

非常成功。由于纽交所自己的股价上涨了355%，收入和收益在合并后的前几个月猛增。然而，纽约泛欧交易所在2008年第四季度遭遇亏损，随后宣布其正在启动一项计划，以期在2009年重夺市场份额。具有讽刺意味的是，纽交所场内交易的剩余部分在次贷危机期间增加了一点。据《金融时报》报道，该订单流量反映出人们在不确定性较高的时期，更倾向于面对面的接触和联系。在美国证券交易所被收购之后，其场内期权交易员转移到了纽交所大厅，使得这一期间交易大厅人气有所恢复。然而，这次反弹似乎只是暂时的，2005—2009年，纽交所交易量在其上市股票中的份额从75%下降到36%。正如《纽约时报》在2009年10月15日的头版报道中指出，市场份额的损失是由于一些新力量在市场上操作，包括"暗池交易"（不受监管的交易所），在这类交易中，机构可以匿名交易，从而远离监管审查。然而，证交会于2009年10月宣布它正在制定规则，以使"暗池"更加透明。

市场上的另一个因素是新势力在工作中越来越受欢迎，这种新势力被称为"高频交易"（high-frequency trading）。这种算法交易以快速和连续爆发的方式进行，以便利用甚至是微小的市场差异。截至2009年中期，高频交易占股票交易量的大约50%，一年后这一比例接近70%。纳秒对这些交易商而言至关重要，有些交易商甚至选择更加接近交易所服务器的地方，就是为了减少传输时间。这种交易以400微秒的速度进行。纽交所开始在新泽西州建立一个大规模的设施，以适应这种交易，该计划于2010年开始。欧洲的"流动性数据中心"于2010年开通，40个高频交易平台按计划将于当年下半年迁移到纽交所、泛欧交易所、纽约伦敦金融期货交易所（NYSELiffe）、纽交所高增长板（欧洲）（NYSE Arca Europe）、Smartpool等地，以便与这些交易所的主要引擎相匹配。高频交易商的领先者是Getco，这是一家私人交易商，其交易量在2009年8月占几只热门股票日交易量的10%～20%。

和往常一样，新市场的发展也受到欺诈的影响。高盛前雇员因偷窃公司的高频交易计算机代码而被捕。高频交易也引起了监管关注，特别是"闪电下单"（flash order）的做法，涉及高频交易商的高速、简短报价。商品交易所正在鼓励使用这些交易人账，作为创造高速市场决策功能的一种方式。商

品交易所通过从接受投标或报价的交易商支付的交易费，给发布方回扣，从而鼓励闪电下单。证交会也在关注高速交易和“无审核通路”（naked access）交易。2009 年 12 月，高速交易和“无审核通路”交易的交易量占股票交易总量的 40%。由于受监管的经纪自营商未直接实施监督管理，“无审核通路”交易商可以直接进入交易所。证交会认为“无审核通路”交易可能会扰乱或造成市场问题，因为交易所不知道交易商的身份。证交会还关注到，“无审核通路”交易机构如果出现电脑故障或其他问题，则可能扰乱整个市场。在市场上发生的任何新情况都是可疑的，因此证交会随后提出了禁止“无审核通路”交易和闪电下单。

证交会和来自纽约的参议员查尔斯·舒默旨在禁止闪电下单，因为他们担心零售交易商被排除在这种交易之外。纳斯达克随后宣布禁止使用此类订单。然而，Direct Edge 交易系统继续执行闪电下单，并保护这种方式的实施，Direct Edge 声称它提供了访问暗池的通道，否则一些交易商根本无法进行暗池交易。截至 2009 年 8 月，Direct Edge 执行了美国上市股票总量的 12% 的证券交易。

纽约泛欧交易所开始扩大其交易计划，它购买了 Powernext，这是一家位于巴黎的二氧化碳排放配额现货市场，供在京都议定书（Kyoto Protocols）中规定的需要削减排放指标的公司使用。这一领域同样存在竞争。2008 年 1 月，瑞银宣布将根据全球变暖指数创建气候变化的衍生指数。芝加哥气候交易所（Chicago Climate Exchange）就温室气体衍生品进行交易。纽约泛欧交易所还成立了一家子公司，即伦敦国际金融期货交易所，在与纽约商品交易所、芝加哥期货交易所和芝加哥商业交易所合并成为一个交易所后，购买了芝加哥交易所的贵金属期货业务。合并后的交易所从事竞争性的贵金属期货业务。

拓宽市场

股票市场已经成为全球性市场，从纽约证券交易所和泛欧交易所的合并以及与纳斯达克的联系不难看出这一点。证交会正在寻求推进“相互承认”（mutual recognition）机制，即证交会和其认为拥有充足监管体系的国外监管

机构相互认可交易所和证券公司的机制。这种安排可以帮助美国投资者直接进入国外市场。

英国金融服务局（Financial Services Authority）宣布将要实施批准分级上市的计划。由于证交会对伦敦市场上市的质量颇有看法，所以大力推动英国落实这一计划。纳斯达克采用了类似的方法，即大公司单独上市，小公司在小型资本市场上市，美国证交所也在寻求允许分级上市。这似乎退回到了对投机性股票进行“非上市”（unlisted）交易的做法，由于1907年美国金融大恐慌引起人们广泛批评投机性非上市证券，纽交所叫停了这种做法。

另一个创新是暗池，即机构投资者进行大宗交易的私人市场，如共同基金和养老基金。这些暗池以匿名方式匹配订单，只在完成后才进行报告，这样市场就不会因大量订单的进入而失去平衡。最大的暗池是Sigma X，它是由高盛投资公司操作的，暗池提供超高速订单处理，NYFIX可在三毫秒内确认收到订单。CrossFinder是瑞信集团创建的一个暗池，也提供超高速度，被称为超低延迟。

2008年6月，伦敦证券交易所和雷曼兄弟同意组建一个泛欧交易系统进行暗流动性池交易。这种新的交易系统称为贝加尔（Baikal），它是一个场外交易网络，由机构匿名执行大订单。然而，这个市场的发展在次贷危机期间因雷曼兄弟的破产而中断。SecondMarket提供了一个替代性的非公开市场，以电子方式交易非上市公司的股份，并为银行创造了一个销售次级按揭产品的市场。

监管重叠

2008年3月，美国财政部对外表示，对于现行监管制度下监管重叠所造成的低效问题感到担忧。财政部指出，例如，在证交会批准了经纪自营商使用付费账户之后，证交会和财务规划协会（Financial Planning Association，代表理财师的行业团体）之间的争端就逐步升级。这些付费账户提供一揽子服务，包括执行交易、附带投资建议和托管服务，收费依据管理资产的百分比计提。

薪酬委员会（Committee on Compensation Practices）由证交会成立，其职责是审议可替代按交易支付佣金法的其他做法。1995 年，薪酬委员会开展一项研究后，提出要鼓励创设付费经纪账户。证交会担心按交易支付佣金的做法会造成经纪自营商与其客户经理之间出现利益冲突，薪酬委员会的一些杰出且受人尊敬的成员认为，按资产收费可以减轻这种担忧。然而，财务规划协会和其他人则提出，这种收费方式可能会造成付费经纪账户必须遵循《1940 年投资顾问法》（*Investment Adviser Act of* 1940）的规定，而倘若如此，付费经纪账户业务则无法继续经营下去。

为了减轻这种担忧，证交会通过了一项规则：这些账户不受《1940 年投资顾问法》的管辖。然而，哥伦比亚特区联邦巡回上诉法院推翻了这条规定。巡回法院认为，证交会为了豁免这些账户不受《1940 年投资顾问法》管辖而援引的条款并未授权以上行为。[①] 实际上，巡回法院似乎对证交会早有怨言，在此前它就曾判决废除证交会关于要求共同基金外部董事应占绝对多数的规定，但证交会却目空一切地予以否决。所以，巡回法院在推翻证交会关于要求对冲基金注册为投资顾问的规定后，又开始进一步打击报复。[②] 证交会和巡回法院针锋相对，后者虽占据上风，但对保护投资者却没有任何作用。收费经纪制度希望通过经纪自营商账户减少利益冲突，事实证明这一制度颇受欢迎。巡回法院的判决波及 100 多万个收费经纪账户，涉及客户资产高达 3000 亿美元。

为了挽救这种局面，美国证交会颁布临时规则，规定经纪人可以将收费账户处理为非全权委托型咨询账户，从而继续开展收费账户业务。临时规则允许经纪自营商同时注册为投资顾问，这样便能在实务层面满足《1940 年投资顾问法》的要求。然而，必须要同时注册为投资顾问的经纪自营商才能使用这一规则，而且相关条款仍然具有约束性，且合规代价不菲。证交会继续研究这个问题，并委托兰德公司（RAND Corporation）开展研究，评估投资顾问和经纪自营商各自的角色。研究发现，没有任何依据支持《1940 年投资顾

---

① 参见 *Financial Planning Association v. SEC*, 482 F. 3d 481 (D. C. Cir. 2007)。

② 参见 *Goldstein v. SEC*, 451 F. 3d 873 (D. C. Cir. 2006)。

问法》和《1934 年证券交易法》必须要有监管重叠。

奥巴马政府提出通过立法允许证交会核准收费经纪账户安排，并针对提供投资咨询服务的经纪人规定受托标准。立法通过后，证交会根据指令，起草了一份关于经纪自营商谨慎义务标准的报告，并通过了相关的规则。根据规则，不得禁止担任投资顾问的经纪人经营收费型产品，而这正是英国金融服务局施行的做法。

第 2 节　期权交易所

简单溯源

第一个期权股票交易所是芝加哥期权交易所，由芝加哥交易所于 1973 年创建，作为将商品期货交易应用于证券的一种手段。在创立芝加哥期权交易所之前，股票期权交易由专门从事该业务的一群经纪自营商在场外进行。芝加哥期权交易所将股票和商品期货的交易原则和操作方式混合应用于其场内的期权交易。

与期货交易所一样，芝加哥期权交易所的大厅业务涉及公开喊价交易，然而，区别于期货交易所，芝加哥期权交易所对大厅交易员施加了做市义务，正如给证券交易所强加的义务一般。芝加哥期权交易所的大厅交易员在大厅彼此竞争订单，客户限价指令簿由交易所员工而非专业券商维护。然而，在 1999 年，芝加哥期权交易所开始采用指定的一级做市商系统，该系统的各个方面都与专业券商系统相同。

看到芝加哥期权交易所取得成功后，证券交易所开始交易股票期权，但它们继续使用专业券商系统来做市。然而，多年来，芝加哥期权交易所唯一的真正竞争对手是费城证券交易所。纽交所进入市场的进展缓慢，并由于担心股票和期权的并购交易而受到削弱。在它退出市场后，再次通过纽交所高增长板重新进入，并在 2007 年获得接近 10% 的期权交易量。纳斯达克也开始使用与其竞争的市场做市商系统来交易期权。股票期权交易所以与证券交易

所大致相同的方式对电子交易竞争作出反应。芝加哥期权交易所甚至比股票交易所稍微领先一步，它在1984年开设了一个高科技交易所，以应对交易量的增加。2001年，芝加哥期权交易所也模仿纽交所，开启了一个市后电子交易计划。2003年，芝加哥期权交易所开始了一个电子执行与公开喊价执行并行交易的“混合”计划，再次让人想到在纽交所发生的事件。芝加哥期权交易所另外寻求股份化，这样的努力被芝加哥商品交易所放缓了步伐，因为后者认为自己作为创立者，应该在芝加哥期权交易所中持有一定股权。然而，双方于2009年就这些问题达成了解决方案，宣布公开发行价值3亿美元的股票，股份化过程得以恢复，且该项目于2010年6月15日完成。

竞争

在2000年之前，股票期权交易所在股票期权单独挂牌方面不存在激烈的竞争。如果某个交易所交易某只股票的期权，其他交易所一般不会对这只股票的期权进行挂牌。这一机制使得每个股票期权契约都形成单一市场，各交易所之间不会直接竞争，这种情况与期货交易所的市场共享安排和纽交所第390号规则相同。

最初，股票期权交易所使用国橄联式（NFL-style）的草案来选择契约，这样，草案中所选公司的股票期权交易就不会出现竞争。后来，还使用了彩票机制，将特定证券的交易和期权分配给各交易所，直到证交会命令交易所停止该做法，并允许股票期权在多家交易所挂牌，这种做法才寿终正寝。

然而股票期权交易所对证交会的指令置之不理，只要有交易所提出竞争性挂牌，都会遭到其报复性挂牌的威胁，同时还会对做市商采取惩戒性措施。然而，2000年，司法部在一桩反垄断诉讼中抨击股票期权交易所为了规避相互竞争而形成的协议。在该诉讼案中，股票期权交易所达成和解协议，协议规定交易所必须停止以上反竞争做法。[1]

---

[1] 参见 *United States v. American Stock Exchange, LLC*, 2000 WL 33400154（D. D. C. September 11, 2000）。另见 *In re Certain Activities of Options Exchanges*, 2000 WL 1277616（SEC 2000）（证交会提出的平行指控）。

司法部的这项诉讼开启了股票期权交易所的竞争时代。国际证券交易所（International Stock Exchange，ISE）是2000年发起成立的一个电子交易所，它有能力与股票期权交易所的场内交易业务展开白刃战式的竞争。国际证券交易所的业务计划是对已在其他期权交易所挂牌的大量股票开展股票期权交易业务，并宣布其目标是期权挂牌量占现有交易量的90%。

随着国际证券交易所进入市场，股票期权交易所开始进行广泛的竞争。最终国际证券交易所超过芝加哥期权交易所，成为世界上最大的股票期权交易所。从2006年10月的市场份额分布可以看出国际证券交易所对各股票期权交易所的影响：

- 国际证券交易所31.74%
- 芝加哥期权交易所28.01%
- 费城证券交易所15.17%
- 美国证券交易所10.46%
- 纽交所高增长板9.96%
- 波士顿期权交易所4.66%

国际证券交易所的竞争对市场产生了一些有益的影响。国际证券交易所发现，除了可以缩小利差，多重挂牌交易的发展促进了市场结构创新，提升了市场效率、透明度和流动性，从而吸引更多订单流。[①] 作为全球性的参与者，国际证券交易所于2007年被欧洲期货交易所（Eurex）收购。正如俗话所说，若无内部交易丑闻，合并皆不完整，国际证券交易所并购案也是如此，它的一位高管约翰·马歇尔（John Marshal）对并购内幕交易的刑事指控供认不讳，并被判处18个月监禁和一年的家居禁足。

更多的竞争来自纳斯达克OMX集团，巴茨交易所（BATS Exchange Inc.）在2010年2月宣布，其电子交易平台将提供比其他交易所更低的价格。芝加哥期权交易所还面临诉讼，一些与之竞争的交易所状告芝加哥期权交易所拥有其三大产品（道琼斯工业指数、标准普尔500指数和VIX波动率指数）的

① 参见69 Fed. Reg. 6124, 6126 (February 9, 1004)。

独家交易权，而伊利诺伊州法院于2010年7月裁定支持芝加哥期权交易所。芝加哥期权交易所的交易商因交易复杂性而闻名，一些交易的名称极富异域特色，例如“果冻卷”“神鹰”“萌宝连击”“海陆大餐”“垂直”“水平”和“对角线”交易，以及“蝶状价差”。

次贷危机

次贷危机期间，期权市场受益于高额交易量。交易量以两位数的速度增长了数年后，在2008年达到新高。随着市场上下波动，芝加哥期权交易所VI波动率指数（Volatility Index）受到广泛追捧。该指数被广泛用作市场稳定性和投资者情绪的晴雨表，特别是在2008年第三、第四季度期间，股票市场出现惊人震荡时，更是如此。

第3节　清算与结算

证券业

清算和结算是金融服务基础设施的关键要素。“清算”是指确认在交易中买卖之证券的身份和数量、交易价格、交易日期、买方和卖方身份。“结算”是指各方履行各自的义务，交割证券并支付交割款。[①] 2010年，美国的交割清算系统日处理的交易量价值为13万亿美元，约等于美国的国内生产总值。

清算和结算业务在美国已经存在了一个多世纪。这些业务很少受到关注，直到1963年，证交会《对证券市场的专项研究》（*Special Study of the Securities Markets*）得出结论：在证券交易量持续增加的情况下，交易、清算和结算方法可能存在不足，这样就会有风险。[②] 这样的警告却并未引起注意，由于清算

---

① 参见U. S. Congress, Office of Technology Assessment, “Electronic Bulls and Bears,” 第107页。

② 参见Securities and Exchange Commission, “Special Study of the Securities Markets,” H. R. Doc. No. 95, pt. 1 (1963), 第427页。

和结算系统根本无力处理由交易量增加而产生的文书工作，最终在20世纪60年代末产生了“文书工作”（paperwork）危机，从而使股票市场陷入困境。“交割失败”和“不得而知”的交易报告随处可见。1969年，在文书工作危机期间，纽交所成员有逾44亿美元未交割，约47亿美元未能收到。经纪自营商不仅失去对自己记录的控制，还丢失大量由他们托管的证券，数百万美元的证券丢失或被盗。

想想今日每天数十亿股的交易量，而20世纪60年代的清算和结算系统却不能应付1600万股的日交易量，确实让人难以置信。为了应对文书工作危机，纽交所缩短了交易时间，一些经纪自营商将其业务计算机化，并增加计算机后勤人员的数量。然而，当昂贵的计算机程序出现故障或公司未能保留好拷贝备份时，这些措施非但不能应对日益攀升的交易量，甚至还导致文书危机愈演愈烈。增添人手也带来更多的问题，因为新员工往往没有得到充分培训。

在文书工作危机之后，国会要求证交会报告证券业中的不安全和不健全的做法。证交会随后形成的报告认为，“在经纪自营商为客户执行的功能中很大一部分是为了完成证券的交割和过户”。[①] 报告指出，在文书工作危机期间，“许多经纪自营商的清算室类似无路的森林”，并且由于证券交易的意外大量增加，“用于证券交割和过户的整个机器以及伴随的资金汇款变得阻塞”。证券的清算、结算、交割和过户业务“以一种不受控制的纸张浪潮几乎淹没了金融界”。[②]

为了探讨交割和过户过程中的各种问题并寻找替代方法，1971年6月29日，证交会召集证券业代表以及参与研究交割和过户问题的公司和组织参加一场会议。会后，证交会认为有必要制定全国统一的单独的清算和结算系统。证交会寻求通过立法来推动此项工作，但是由于与银行业监管机构之间的争议而推迟了几年。双方争议的焦点是：银行以及经纪自营商是

---

① 参见 Securities and Exchange Commission, “Study of Unsafe and Unsound Practices of Brokers and Dealers,” H. R. Doc. No. 92 - 231, 92d Cong., 2d sess. (1971), 第165页。

② 同上，第13页。

否应给予证交会监管清算和结算的专属管辖权。最后，双方在1975年达成了一个折中办法，证交会和银行业监管当局对清算所和过户代理人分别行使管辖权。

与此同时，证券业一直在努力制定自己的清算和结算程序。一个主要的关注点是买卖股票时产生的文书工作。过户代理人在购买证券时必须向每名股东发出新的股票凭证，同时，卖方持有的凭证必须进行注销。当股票交易活跃时，文书工作纷繁复杂，混乱相伴而生。证券业于是认为，股票凭证按照很多州的法律都不可能取消，在政治层面也是如此，但是可以开发一个处理系统，来减少清算和结算过程的烦琐。

第一步是创造更现代的股票清算所。纽交所成立了纽约清算公司（New York Clearing Corporation），美国证券交易所创建了与其对应的美国清算公司（American Clearing Corporation），并且成立全国场外交易清算公司（National Over-the-Counter Clearing Corporation），负责场外交易清算业务。此外，纽约清算公司创建了中央证书服务机构（Central Certificate Service，CCS），司职股票凭证存托。

为解决证券处理问题，银行业和证券业成立了银行和证券行业委员会（Banking and Securities Industry Committee，BASIC），该委员会建议将股票凭证存放于银行金库，使用计算机账簿记录股票凭证所有者身份及过户指令。银行和证券业委员会希望建立全国存托制度，以拓展中央凭证服务机构的职能。使用中央凭证服务机构，销售经纪人在执行交割时，只需要指示中央凭证服务机构在其账户中将销售金额记为贷项，在买方经纪人账户中记为借项。股份所有权将通过计算机账簿进行过户，这样就免除了股票凭证实物过户的需要。以前，执行销售的经纪公司必须从客户处获得凭证，验证其是否已签署、盖章，然后才进行实际交割，而买方经纪人必须在收到股票凭证时办理类似的程序。

另一项进展源自美国银行协会（American Banking Association）的统一证券识别程序委员会（Committee for Uniform Security Identification Procedures，CUSIP）。委员会建议创建统一的识别码，用于自动处理证券过户。这一建议

得以采纳，每种证券都分配了一个 CUSIP 编号。事实证明，编号像汽车牌照一样，是应对证券遗失或失窃的有效工具。1975 年通过的法规又指示证交会制定一项预防使用遗失、失窃或伪造证券进行交易的方案。如今，美国证券信息中心（Securities Information Center）运行着一个服务于证交会的遗失、失窃、缺失或伪造证券电脑数据库。只要出现证券遗失、失窃或伪造的情况，金融机构必须向数据库进行报告。无论何时，只要收到超过 1 万美元的证券凭证，金融机构就必须向证券信息中心查询，以确定这些证券是否属于遗失、失窃、缺失或伪造证券。

在文书工作危机期间出现的另一个问题是交易比对，即经纪自营商就其证券交易条款达成一致意见，并向清算所确认按进度对契约进行结算和清算的过程。纽约清算公司使用“日均余额订单系统”（daily balance order system）进行结算，而其他交易所使用“持续净额结算系统”（continuous net settlement system）。在后一种系统中，对交易进行比对，各参与者在各只证券上的交易按日进行净额结算。交割销售净额或接收购买净额的职责被归置于各参与者的未完成交割或接收义务中。在持续净额结算系统下，需要向清算公司进行交割，而不用像日均余额订单系统那样，从一个经纪人交割给另一个经纪人。在持续净额结算系统下，对清算公司的净债务使用认证支票按日结清。清算公司担保对手各方分别在交易中的待付债务予以清算，这样就减少了违约导致对手方风险的担忧。清算机构持有安全保障资金，可以在其会员破产时提供缓冲。安全保证资金来自向结算会员收取的费用。

理特管理顾问有限公司（Arthur D. Little）隶属于全国证券交易商协会，专门处理文书工作危机期间未能收到和交割证券的问题。理特公司认为，必须要建立一个使用持续净额结算系统的全国清算系统。交易商协会随后同意出资建设全国性的场外交易结算系统。协会和美国证券交易所达成协议，将每日订单余额系统改为持续净额结算系统，此外还同意成立证券业自动化公司（Securities Industry Automation Corporation，SIAC），共同经营清算设施。1975 年，纽交所、美国证券交易所、全国证券交易商协会和其他交易所达成协议，携手成立全国证券清算公司（The National Securities Clearing Corpora-

tion，NSCC），该公司由上述机构共有，在证交会注册为清算机构，主要负责证券交易的清算业务。

从 20 世纪 90 年代开始，全国证券清算公司处理了美国 95% 的股权交易，为超过 2000 家经纪商和金融机构提供了清算服务。除此之外，它还服务于区域性交易所。迄今为止，全国证券清算公司几乎为所有在美国交易的经纪人间股票交易以及公司债券、市政债券、交易所交易基金和单位投资信托提供了集中的清算和结算服务。

文书工作危机之后，为了终止股票凭证的实物流动，美国证券交易所和全国证券交易商协会创建了存管信托公司（Depository Trust Company）。最终，存管信托公司使用电脑账簿记录，实现证券在经纪自营商之间进行过户，基本终止了大多数股票凭证的实物流动。全国机构交割系统（The National Institutional Delivery System）处理经纪自营商和机构客户之间的结算，而存管信托公司则相当于中央处理器。[①]

新的清算和结算系统能处理 20 世纪 80 年代及之后出现的交易量大幅上升的情况。在新系统下，大多数证券使用“行号代名”（street name），也就是说，证券不是以受益所有人/客户的名义持有，而是由客户的经纪自营商登记为证券的所有者，证券以经纪自营商的名义存放在存管信托公司，由经纪自营商向证券受益所有人报告证券头寸的状况。客户仍然可以查询股票凭证，这种做法早期非常普遍，但时至今日，几乎无人如此。

其他发展

1987 年股灾给清算和结算带来另一些系统性问题。系统性风险是指导致人们对金融体系失去信心，进而对整个经济产生严重不利影响的风险。总统市场机制工作组（Presidential Task Force on Market Mechanisms）（布雷迪委员会，Brady Commission）是按总统命令成立的危机研究机构，工作组指出，股市崩盘期间，交易量之大前所未有，由此导致证券市场出现大量的问题交易。

---

① 参见“Electronic Bulls and Bears.”

工作组报告表示，在1987年危机期间，“交易量庞大，股价巨幅震荡，清算及信贷需求大得惊人，这一切导致整个金融体系崩溃的可能性加剧”。

布雷迪委员会建议“所有市场”统一结算系统，以减少金融风险，布雷迪委员会的工作将在本书第5章进一步说明。[①] 但是，该建议从未得以实施。如今，证券交易所拥有统一的结算结构，但结算结构与期权交易所分立，而期权交易所的结算结构又与商品市场分立。

1994年修改了《统一商法典》(*Uniform Commercial Code*)，允许发行记账式证券而非凭证式证券。特拉华州（Delaware）是公司法领域较为领先的州，众多大型上市公司喜欢在特拉华州成立公司。2005年，特拉华州修订法律，只允许公司发行记账式股票。这一修订允许公司发行只使用电子方式记录的无证式证券，进一步简化清算与结算过程。

另一项进步是缩短结算时间。从历史上看，证券交易结算周期一般为5个工作日。然而，1992年，清算与结算三十人项目组（Group of Thirty Clearance and Settlement Project）通过对一个结算项目的过程进行评估，结果表明，结算周期可以缩短为3个工作日，因为客户应付资金中，80%都能在3天内到位。之后，又成立了一个行业工作组，对结算过程进行评估。工作组由约翰·巴赫曼（John W. Bachmann）担任组长，爱德华·琼斯（Edward D. Jones）负责管理。工作组建议，为提高证券市场的安全性与稳健性，结算周期应该从5个工作日缩短为3个工作日（T+3）。证交会随后采纳该建议，并且断言清算和结算风险大多与交易结算周期时间长短有直接关系。

美国市政债券规则制定委员会（Municipal Securities Rulemaking Board）也在努力实现市政债券交易清结算操作的改良和自动化，并且取得了一定的成功。1987年，市政债券总值为4000亿美元，约占现有市场证券余额的一半，以记账表的形式存放在4家存托机构。市政债券清结算涉及全国证券清算公司和存管信托公司。

为了处理清算美国政府债券的工作，美国政府证券结算公司（Government

---

① 参见 *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms*, January 12, 1988, 第69页。

Securities Clearing Corporation）得以成立。1994 年，存管信托公司创建了抵押担保债券交易调整系统（CMO Trade Adjustment System），通过这一系统，存管信托公司可以对民间机构发行的抵押贷款支持证券和信用违约掉期进行清算。抵押贷款支持证券清算公司（MBS Clearing Corporation）是为了清算抵押证券支持证券而成立的，参与人信托公司则作为美国政府全国抵押贷款协会（Government National Mortgage Association）（吉利美，Ginnie Mae）和其他政府资助企业所担保的证券的存托及账簿系统。

全国证券清算公司创建了担保物管理服务机构（Collateral Management Service），可以提供自动化入口，对若干家清算机构中的保证金和其他存托物进行查询。1999 年，全国证券清算公司和存管信托公司合并，清算业务进一步集中。当时，存管信托公司每年存管 19 万亿美元的证券，交易处理量高达 77 万亿美元，而全国证券清算公司年交易清算量逾 40 万亿美元。

过户代理

《联邦证券法》（*federal securities laws*）1975 年修正案规定，过户代理人必须进行注册。过户代理人持有上市公司股东名录，每年根据股票买卖情况予以更新。证交会制定了相应的监管法规。特别是，在已收到的常规过户项目中，过户代理人必须在 3 个工作日完成至少 90% 项目的转手工作。此外，过户代理人还必须在 5 个工作日回复过户查询，但通过存管信托公司和行号代名制度，过户代理人的工作更加容易。到 1999 年，超过 70% 的流通股票均采用行号代名。

过户代理人必须建立用于证券凭证注销、存储、运输、销毁或其他处置的书面程序。证券注销后，必须标注“注销”字样，保存于安全的存储设施中，这项规定出之有因。1992 年，面值总额超过 1100 亿美元的债券凭证在注销后，由过户代理人交割给凭证销毁服务商后凭空消失。后来，这些凭证在世界各地流通，多家机构被骗。1994 年，又有面值总额为 60 亿美元的债券在注销后，由过户代理人交割给两个凭证销毁服务商后被盗。

财政部报告

2008年3月，财政部发布了关于清算和支付结算系统监管的建议。财政部希望建立管辖系统重要性支付结算系统的联邦章程。财政部进一步建议，美联储应该承担支付结算系统的主监管责任，而且根据联邦章程运营的实体不应受州法律管辖。财政部还指出，支付结算系统设计若有缺陷，可能会引发金融危机。

财政部的报告建议，美联储应有权制定管辖结算、资金隔离、资金投资许可以及运营保障等方面的标准。财政部还认为应当赋予美联储开展检查、采取惩处措施的权力。财政部希望由美联储监管国外支付结算系统在美国开展的支付结算业务。相关立法于2010年予以颁布。

国际清算

到1992年，股票交易按美元计，约20%涉及国际证券，交易商对外国证券的投资也在日益增加。每种外汇均有各自的清结算设施。例如，欧洲期货交易所清算公司（Eurex Clearing）提供一系列广泛的清算和结算服务，涵盖多个资产类别，包括债券、回购协议、欧洲期货交易所交易的衍生品、爱尔兰证券交易所（Irish Stock Exchange）和法兰克福证券交易所（Frankfurt Stock Exchange）交易的股票，以及欧洲能源交易所交易（European Energy Exchange）的碳排放权。

明讯银行（Clearstream）是德意志交易所的子公司，由德意志交易所清算所（Deutsche Borse Clearing）和世达国际（Cedel International）在2000年合并而成，为现金和证券交易提供交易后的国际结算服务。截至2008年，明讯银行在110多个国家和45个市场为约2500家客户提供服务，日结算25万多笔交易，同时还为逾30万只交易债券、股票和投资基金提供托管服务。世达成立于1970年，为证券交易提供国际清算和结算服务。它在许多国家建设结算联系，为客户提供外币结算能力。

另一个国际清算和结算机制是欧洲清算系统（Euroclear System），由位于

纽约的摩根担保信托公司（Morgan Guaranty Trust Company）于1968年建立，用于结算以美元计价的欧洲债券。欧洲清算银行在比利时注册成立，经营着一家国际中央证券存托机构。银行利用其存管机构，通过现金和证券同步账簿登记操作，实现非实物性的证券过户，这一做法早于美国。最初，以上工作都是手动完成的，但后来实现电子化处理。

在成立几年后，欧洲清算系统被摩根担保信托公司卖给欧洲清算系统公司（Euroclear Clearance System），但继续由摩根担保信托运营。被转让后，欧洲清算系统的所有者包括利用系统的银行、经纪人和投资机构。到1988年，欧洲清算占据国际债务性证券近2/3的交易份额。

伦敦证券交易所（London Stock Exchange）在20世纪90年代斥资近6亿美元，建设名为金牛座（Taurus）清算和结算系统。但这一系统未能成功，在废弃之后被Crest系统取代，后来Crest系统和欧洲清算银行合并。2007年，欧洲清算银行的证券交易结算量高达561.8万亿欧元，同比增长24%，此外其托管的客户资产价值19.2万亿欧元。

1980年，世达和欧洲清算银行达成了协议，协议允许双方无须实物交割证券即可进行交易结算。两个结算系统通过电子桥实现账簿记录过户，完成证券交易。该结算系统在1993年进行升级，在现有的白天处理周期的基础上，引入了夜间处理周期，使得系统能够在夜间和白天多次进行交易处理。[1]欧洲中央证券存管协会（The European Central Securities Depositories Association）成立于1997年，成员包括欧盟各国及瑞士的所有中央存管机构，协会的职能是促进成员之间的联系并加强欧洲内部的交易结算。

跨境结算中的问题

1992年9月，国际清算银行（Bank for International Settlements，BIS）发布了一份由十国集团中央银行支付与结算系统委员会撰写的《证券结算系统银货对付报告》（*Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems*）[2]。报告

① 参见BIS，"Cross-Border Securities Settlements"。

② 参见BIS，"Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems"。

分析了证券结算涉及的风险及其对支付系统和金融市场稳定性的影响，此外还分析了系统性风险遏制问题。1995年3月，委员会发布一份报告，报告主要讨论与跨境结算系统相关的风险，认为中央银行应关注由参与跨境结算的外国中介机构的风险管理方式而引发的系统性风险。[①]

2002年，明讯国际银行发布的白皮书认为，国际交易清算成本明显高于国内交易。据估计，二者差距约为每年43亿欧元。这种差异一部分是由于英国的印花税和不同法律、税收和公司经营规则需要进行“监管转化”，约20%的差距是由于中介机构、交易所、清算所和中央证券存管机构效率不高造成，约40%则是由于语言文化差异以及跨境交易量因行为方面原因（如投资者母国的偏好）偏低所致。所以，跨境批发交易和零售交易分别比国内交易的清算和结算成本高30%和150%。[②]

清算所倒闭可能在全世界范围内产生系统性甚至灾难性的影响。为了解决这些问题，2001年，十国集团中央银行出台系统重要性支付系统核心原则。欧洲中央对手清算所协会（European Association of Central Counterparty Clearing Houses）制定了风险管理标准，由亚洲、美洲和欧洲清算所组成的全球中央对手方协会（CCP-12）努力扩大这些标准的施行范围。

2004年，国际清算银行支付与结算系统委员会成立证券结算系统工作组。国际证监会组织（Internation Organization of Securities Commissions，IOSCO）的技术委员会也制定了中央清算所风险标准，包括制定透明和公认的清算法律标准、抵押担保以及对手风险评估程序。[③]

欧盟（The European Union，EU）也采取措施应对成员国清算系统的问题。乔瓦尼小组（Giovannini Group）成立于1996年，专门就欧盟金融一体化问题以及以欧元计价的金融市场效率问题向欧盟委员会提供咨询。乔瓦尼小组成员包括金融市场参与者，由阿尔贝托·乔瓦尼博士（Dr. Alberto Giovannini）担任组长。小组于2001年发布一份有关清算和结算问题的报告。报告指

---

① 参见BIS，“Cross-Border Securities Settlements”。

② 参见Clearstream International，“Cross-Border Equity Trading，Clearing & Settlement in Europe。”

③ 参见BIS，“Recommendations for Central Counterparties，Consultative Report”。

出，清算和结算业务十分复杂，跨境证券交易涉及的参与者通常比国内交易多，因此违约风险上升。《乔瓦尼小组报告》（*Giovannini Group Report*）还对欧盟成员各国的清算系统进行逐一分析。[①]

欧盟力图制定清算和结算政策指引，以阻止竞争壁垒，并监测竞争方面的行业整合行为。欧盟还希望建立统一的清结算监管框架和清结算系统政府监督框架。1998 年 5 月 19 日，欧盟颁布《关于国内及跨境支付与证券结算系统结算终局性指令》（*Settlement Finality in Payment and Securities Settlement Systems both Domestic and Cross-border*）。该指令特别规定在破产程序中可强制执行过户指令和净额结算。[②]

股票期权清算

在美国交易所交易的股票期权统一使用单一的清算公司，即期权清算公司（OCC）。期权清算公司负责清算和结算在全国证券交易所和纳斯达克交易的期权。参与期权清算公司的交易所包括美国证券交易所、芝加哥期权交易所、国际证券交易所、纳斯达克交易所、费城股票交易所、纽交所高增长板和波士顿期权交易所。期权清算公司还负责结算芝加哥期权交易所、费城商品交易芝加哥个股期货交易所的期货契约。在期权过户和结算业务中，期权清算公司使用账簿记录法。由于不使用股票凭证，期权清算公司的工作比证券交易所更容易，还可以进行隔夜结算。

第 4 节　托管和支付系统

自由贷方余额

在 20 世纪 70 年代，在证交会通过客户保护规则之前，经纪自营商使用

① 参见 Giovannini Group，*Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*，第 9 页。

② 参见 European Union Directive 98/26/EC of the European Parliament and of the European Council on a settlement finality in payment and securities settlement systems（1998 年 5 月 19 日）。

客户的自由贷方余额，在自己的账户中进行隔夜投资，由此获利颇丰。据估计，1969年，纽交所成员公司利用客户的自由贷方余额赚得逾2.3亿美元的收入。当时，此类收入占美林公司收益的50%左右。证交会分别在1941年、1956年和1959年希望通过立法，要求经纪自营商为客户的自由贷方余额开设单独的账户，禁止其在自营投资业务中使用此类账户，从而避免利用客户自由贷方余额牟利。然而，行业游说团使得证交会的努力付之东流。证交会只得规定，经纪自营商在其自营业务中使用客户资金的，必须告知客户，但却未对资金用途作出任何限制性规定。

20世纪60年代末的文书工作危机再次引起了对这种做法的关注，证交会前雇员胡德·巴鲁奇（Hurd Baruch）在《华尔街证券风险》（*Wall Street Security Risk*）一书中对此提出严厉批评。胡德认为，自由贷方余额及其利润属于客户，经纪自营商不应利用客户的贷方余额进行业务操作，而令客户遭受无妄的风险[1]。出于对上述问题的考虑，证交会通过了《客户保护规则》（*Customer Protection Rule*），要求客户证券与经纪交易商自有证券分离。[2] 这项要求旨在保护客户资金不受经纪自营商破产的影响。1970年，证券投资者保护公司（Securities Investor Protection Corporation，SIPC）保险基金成立，规定经纪自营商破产导致客户自由贷方余额受损的，客户应获得相应赔偿，这意味着投资者保护得到进一步强化。

根据证交会《客户保护规则》，客户资金必须存入标识为客户资金账户的专用银行账户。需要单独存入此类账户的客户资金金额根据证交会确定的公式（储备金公式，Reserve Formula）计算，每周至少计算一次。经纪自营商需要将客户证券与经纪自营商自有证券分离，每天进行一次“盒子统计”（box count），以确保证券尽皆在账，没有丢失或失窃的情况。这意味着经纪自营商无法再外借客户证券或将其用作担保抵押；相反，证券必须由经纪自营商拥有和控制，并由经纪自营商保存在安全（“良好”）的“控制地点”。一旦出现短缺，经纪自营商必须自费购买短缺的证券。

---

① 参见 Hurd Baruch，*Wall Street Security Risk*。

② 参见17 C. F. R. 15c3－3。

一些经纪自营商很快找到了一种继续使用客户资金的方法：在每周使用准备金公司实施计算之前，先行支付客户证券担保贷款的头款。担保贷款将在当日用无担保贷款替代，而客户担保贷款将在计算后次日恢复。证交会采取措施予以阻止，结果这种做法被“隔离补偿”（seg-offset）安排取而代之，即银行按照准备金账户中的资金给经纪自营商提供无担保贷款。只要银行同意不对准备金账户提出索赔，证交会就允许这样做。

银行还执行托管服务，包括保管资产、收取股息和利息、执行各类相关服务等，例如货币兑换和私人财富管理。银行的托管服务还可涉及持有证券和清算结算类的国际交易，这些服务提供的单一通道可以帮助客户通过银行在其他国家开设的分支托管机构，使用国外清算所提供的服务。分支托管机构通常是全球托管所的本地分所或子公司，或当地的代理人。使用全球托管所可以降低成本、提高效率，广受非居民证券交易商青睐。[①]

抵押安排

另一项大型业务是管理交易业务所需的抵押品。例如，在回购交易中，证券购买人要求提供付款担保。回购和逆回购交易都涉及在销售证券时签订在未来约定日期以更高价格购回的协议，从而实际上形成了担保贷款。这些交易都将证券销售作为抵押。20 世纪 80 年代，由于此类抵押品管理不当，回购市场出现危机，多家回购自营商倒闭［包括德莱斯代尔证券（Drysdale Securities）］，回购市场开始受到监管。美联储也采取措施确保抵押品管理程序得到改进。

在《金融批发市场抵押品：近期趋势、风险管理和市场动态报告》（*Collateral in Wholesale Financial Markets*: *Recent trends*, *Risk management and Market dynamics*）中，国际清算银行提出：

抵押已成为金融批发市场中最重要和应用最广泛的风险缓释技术之一。

① 参见 Giovannini Group, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*，第 9 页。

金融机构在贷款、证券交易、衍生品市场以及支付与结算系统中广泛使用抵押品。中央银行通常在信贷业务中要求提供抵押。在过去十年中，抵押品在金融批发市场中的应用增长迅速。市场参与者最常使用和会优先考虑的抵押品是自身信用风险及流动性风险较低的工具，即政府证券和现金。随着抵押品的使用日益广泛，人们担心用作抵押品的优选资产供不应求。抵押品稀缺可能导致金融交易成本上升，减缓或抑制金融活动，还可能会鼓励人们越来越依靠效率更低的非价格配给机制，例如，限制进入市场。以上发展提出了两个需探索的问题。第一，抵押品的使用及供应在何种程度上造成了或者有可能造成低风险流动性抵押品稀缺，以及如果此类抵押品稀缺，市场又该如何调整。第二，这种调整机制以及抵押品使用的其他变化又可能会如何改变市场动态以及金融机构的风险管理需求，特别是在市场出现压力的期间。[①]

该报告还预言，证券化技术可用于开发具有高信用质量和流动性的工具，次级抵押贷款正是如此。次贷危机也暴露出交易业务中的抵押安排引发的危险。贝尔斯登（Bear Stearns）、雷曼兄弟和美国国际集团面临的流动性及市场风险引起广泛担忧，人们要求调用交易业务中的抵押品，撤出托管中的资金，这使得三家公司轰然溃败，全面退出货币市场。

支付系统和中央银行

银行支付系统历来聚焦于支票清算和同业余额结算。最初，结算通过信使进行，19 世纪，多数大城市都开设银行清算所。1853 年，62 家银行组成的协会成立纽约清算所，成为清算界的翘楚。费城银行业清算所协会（Clearing House Association of the Banks of Philadelphia）由 38 家全国性银行组成，各家银行都必须派代表到清算所指定的会议室参加每日例会，对余额进行结算。参会代表不需要带着现金去开会；相反，资金由一个清算所委员会统一存放。该委员会向各银行签发存款证，而银行凭存款证拥有其存放的资金。

在美联储成立之前，纽约及全国各地都会在危机期间签发清算所凭证来

① 参见 BIS，“Collateral in Wholesale Financial Markets，” 第 2 页。

补充流动性，基本上起到贷款和现金替代品的作用。1873 年、1884 年、1890 年、1893 年和 1907 年恐慌期间都曾签发过清算所凭证。[①] 缺少流动资金的银行可以向清算所提供抵押品换取清算所凭证以补充流动性。在次贷危机期间，美联储和财政部也使用了极为相似的方法援手金融服务公司，允许金融机构提供低流动性次级证券换取美联储贷款。

1907 年恐慌之后，因为事实证明需要中央银行在金融危机期间提供流动性，所以美国在 1913 年成立美联储。美联储的职责包括建立更有效的全国性清算支票系统，摩擦由此而生：此前，地方银行可以通过清算外埠支票收取费用，但美联储却不收取任何费用，而且结算外埠支票的速度和效率远远高于地方银行。亚特兰大（Atlanta）的一家银行起诉美联储，试图阻止这场竞争，但最高法院驳回该项起诉。[②]

尽管有了美联储，但支票清算和结算仍然属于劳动密集型工作，实物支票需要一步步通过整个系统，然后再付款，之后还要在注销后退还给客户。2003 年，《21 世纪支票清算法》[*The Check Clearing for the 21st Century Act*，简称“支票法”（Check 21）] 颁布，该法旨在通过创建名为“替代支票”（substitute check）的新工具，使得银行可以采用电子方式处理支票信息，从而加速支票兑取过程。在该系统下，原始支票被“截断”（truncated），替代支票被视为原始支票的法定等价物，并包括原始支票上包含的所有信息。然而，这种远程储蓄信息采集方式，对银行而言是存在风险的，因为可能出现反复提供同一张支票的图像获得付款的情况。

早些时候，《1978 年电子资金转移法》（*Electronic Funds Tranfer Act of 1978*）规定客户可以使用电子支付。同时，为了保护客户，电子转账必须形成合理的文件记录。此外，客户在出现担保违约的情况下需要承担的责任也进行了限制性规定。值得注意的是，现金和支票在支付系统中用得越来越少。许多情况下，通过信用卡、借记卡和自动付款进行电子转账，已经替代了支票。由于出现替代付款方式，1997—2003 年，美国支票数量减少 37%。2007

---

① 参见 Robert F. Bruner and Sean D. Carr, *The Panic of* 1907，第 107 页。

② 参见 *American Bank & Trust Co. v. Federal Reserve Bank of Atlanta*, 262 U. S. 643 (1923)。

年，借记卡付款的笔数超过支票。开支票的数量飞速减少，美联储处理纸质支票的网点从2003年的45个骤减到2009年的1个。

清算所同业支付系统

银行系统也依赖于电子支付机制。清算所同业支付系统（Clearing House Interbank Payments System，CHIPS）是由纽约银行清算所创建的电子支付系统，已被广泛使用。清算所同业支付系统是一种使用双边和多边净额结算的实时终结性支付系统。截至2008年，系统每天处理超过35万笔付款，总值为2万亿美元，占美元跨境支付的95%以上。

1974年，赫斯塔特银行（Bankhaus Herstatt）在外汇市场遭受巨大损失之后，引发清算所同业支付系统危机。赫斯塔特银行在欧洲工作日结束时宣布破产，但却在美国继续交易。由此引发了一个问题：能否对德国已平仓的仓位进行净额结算来抵消美国仍在开放的契约。赫斯塔特银行在美国的账户被冻结，清算所同业支付系统上的电汇账户被停止，因为担心可能会出现其他问题，各家银行都在等到别人先付款，清算所同业支付系统陷入僵局。结果，第一国民城市银行（First National City Bank）开始付款，最终打破僵局。此后，为了防止僵局再次发生，结算程序被修订。这一事件促成在国际清算银行框架内成立巴塞尔银行监管委员会（Basel Committee on Banking Supervision）。

为了进一步缓解对外币结算的担忧，2002年成立了CLS国际银行。截至2008年，CLS国际银行完成外币结算总量的55%，即2.1万亿美元，成为外币的主要结算方式。CLS国际银行使用的实时汇款同时交收（payment-versus-payment，PVP）系统看起来已经基本上根除与外汇交易结算相关的主要风险。[①]

---

① 参见BIS，Committee on Payment and Settlement Systems，"Progress in Reducing Foreign Exchange Settlement Risk."

美联储实时全额结算系统

旧金山联邦储备银行于1972年开始与其洛杉矶分行实施电子支付。该系统现在叫作“美联储实时全额结算系统”（Fedwire），于1978年扩展到全美联邦储备银行。Fedwire是一个实时支付系统，由美联储运作，服务于在地区性联邦储备银行开立准备金或清算账户的银行。2007年，Fedwire一共处理1.35亿笔交易，日均处理额高达2.6万亿美元。当时，Fedwire证券服务机构保管的证券价值约达36万亿美元。Fedwire还用于清算和结算财政部、联邦机构、政府赞助企业和部分国际组织发行的证券。

固定收益清算公司

参与结算流程的还有固定收益清算公司（Fixed Income Clearing Corporation，FICC）和两家清算银行[纽约梅隆银行（Bank of New York Mellon）和摩根大通]。固定收益清算公司作为一个中央交易对手，介于卖方和买方之间，为成员提供交易比对、交易净额结算和风险管理等服务。固定收益清算公司使用净额结算系统，针对每一只证券中一个成员的交易活动，确立单一交割或接收义务。2009年，固定收益清算公司每天处理逾1.4万亿美元的美国政府证券及抵押支持证券。

次贷危机期间，货币市场中断，由此进而引发了回购经销商面临的严重问题。例如，有的投资者出于恐慌，纷纷改投安全资产，而借入人的运营需要国库券来支撑，由此使得借入国库券的公司无法按时归还。美联储因此考虑为回购市场建立一个中央结算工具。该项业务之前大多由摩根大通和纽约梅隆银行处理，但有人担心一旦这两家银行中的任何一家垮掉，都会导致这一关键市场面临系统性风险。据估计，回购市场规模在2009年1月达4.5万亿美元。

环球银行金融电信协会

环球银行金融电信协会（Society for Worldwide Interbank Financial Telecom-

munications，SWIFT）是一个总部设在布鲁塞尔的国际通信系统，主要为200多个国家的银行提供促进世界各地的同业转账和通信的信息系统。2008年，有逾8300家机构使用SWIFT提供的服务。但它只是一个信息载体，不持有债券或存储财务信息。它只是在金融机构之间传输信息，确保机密性和消息完整性。2008年，SWIFT日均传输1500万条信息。

SWIFT在披露了美国政府使用其设施来监测恐怖主义金融活动后，就成为全球争议的焦点。批评者声称，这种监视是对隐私的无端侵犯，而另一些人则声称，《纽约时报》和其他报纸在2006年6月公布的监测计划危及美国安全。布什政府声称，监测计划有助于抓捕恐怖分子，包括2002年轰炸巴厘岛度假村的策划者。欧盟最初批评这种信息入侵，但在达成某项协议后，允许监测方案继续到2010年。

支付系统问题

1990年，同业净额结算计划委员会（Committee on Interbank Netting Schemes）向十国集团提交了《朗法吕西报告》（*Lamfalussy Report*），报告分析了影响跨境和多种货币净额结算计划的问题。报告力求为跨境和多种货币净额结算系统的运作建立最低标准和总体目标。随后，人们对支付系统的担忧加剧。为了平息担忧，1998年，十国集团的中央银行支付与结算系统委员会（Committee on Payment and Settlement Systems，CPSS）成立了一个支付系统原则和实践工作组（Task Force on Payment System Principles and Practices），希望就支付系统运行原则达成共识。

国际清算银行还致力于推动支付系统运行和央行监督的良好实践的发展。1999年12月，国际清算银行公布一套“核心原则”，确定了支付系统应包含的关键特征。考虑到支付系统对整个系统的重要性，并且是国内外金融系统和市场传递冲击的主要渠道，人们认为这些核心原则非常必要。

核心原则有些模糊，但它们总体主张支付系统应明确规定信用风险及流动性风险管理的程序。这意味着用于结算的资产应该是对中央银行的债权或者是信用风险与流动性风险很低或几乎没有风险的金融工具。此外，支付系

统还应确保对所有各方都公平、开放。[1] 巴塞尔委员会（Basel Committee）还制定了一套关于银行业机构流动性管理最佳做法的 14 条原则。

大额支付系统（Large - value payment systems，LVPS）通过履行银行之间的付款义务，在金融基础设施中发挥着关键作用。在 20 世纪 90 年代以前，只有在付款日结束时，才使用递延净额结算。这种方法在 20 世纪 90 年代改为实时总结算，这样便可进行持续结算。这种变化得益于信息和通信技术的进步，同时也是因为中央银行希望降低支付系统的系统性风险。[2]

1993 年，纽约联邦储备银行成立支付风险委员会（Payments Risk Committee），成员包括美国银行、纽约梅隆银行、东京三菱银行（Bank of Tokyo - Mitsubishi）、花旗银行、德国银行、美国汇丰银行、摩根大通、美国道富银行（State Street Bank）和信托公司、瑞银和美联银行（Wachovia）等多家大型银行的高级管理人员。美联储工作人员也出席委员会会议，并邀请委员会成员分析和识别有关支付系统的问题。需特别指出的是，委员会建议银行业开发跨币种即日互换、跨境即日抵押品互换以及跨币种即日回购，以提高银行的日常流动性需求。[3]

2001 年 11 月，国际货币安全委员会（CPSS）和国际证券委员会组织（IOSCO）的技术委员会发表了一份关于证券结算系统的报告。报告确定证券结算系统的 19 项最低标准，旨在确保金融稳定，降低风险，提高全球结算过程的效率。这些建议被纳入美国支付与结算系统中美联储有关风险管理的支付系统风险政策。

2004 年，十国集团要求对压力期间的流动性问题及其对中央银行的影响进行分析。国际清算银行通过其货币安全计划回应了一份关于中央银行接受外国抵押品以保证其成员银行贷款安全的报告，以便进一步提高商业银行当天的流动性。十国集团的中央银行已同意采取单点方法处理该问题，让各中

---

① 参见 BIS，Committee on Payment and Settlement Systems，“Core Principles for Systemically Important Payment Systems”。

② 参见 BIS，Committee on Payment and Settlement Systems，“New Developments in Large - Value Payment Systems”。

③ 参见 Payments Risk Committee，“Global Payment Liquidity”。

央银行自行决定是否及何时接受外国抵押品以向其成员银行提供贷款。蒂莫西·盖特纳（Timothy F. Geithner）时任纽约联邦储备银行主席，并在次贷危机期间扮演主要角色，他在2009年担任财政部长前后又担任了国际支付结算体系委员会（CPSS）主席。2006年，国际支付结算体系委员会认为，常规跨境担保安排在紧急情况下可以作为天然的冲击缓冲器。[①]

在美国，支付与结算系统的监管分散在各种机构中，包括受《联邦证券法》管辖的证交会，受《1936年商品交易法》（*Commodity Exchange Act of 1936*）管辖的商品期货交易委员会（Commodity Futures Trading Commission，CFTC）以及受《银行服务公司法》（*Bank Service Company Act*）管辖的银行监管部门。2008年，财政部指出，支付与结算系统所需的规章制度与金融机构所需的规章制度存在制度性差异。支付与结算系统涉及处理交易，而不涉及交易、投资或通常与受资本充足性与客户商业惯例处理体系监管的金融机构的相关其他活动。

第5节 证券出借

证券出借安排是金融市场的重要组成部分，证券经常借给他方或用作抵押品以募集短期资金。此类交易包括回购、证券贷款和销售回购协议。到21世纪交替之际，融资性证券日交易量大大超过普通购买和销售交易。根据证券出借的结构，借入人在借用期限内对证券拥有合法的所有权，出借人享有与证券受益所有人类似的合同权利，包括所有利息支付或分红的权利，在借用终止时有权拥有借入人归还的等值证券。借用手续费一般在借用之前协商确定。

美国债券市场协会（Bond Market Association）制定了一套证券出借标准，包括指定保证金和应计利息担保。银行还代表保险公司、大学捐赠基金和其他机构投资人等，向经纪自营商出借股票。这种出借业务使得机构投资者获

---

① 参见BIS，Committee on Payment and Settlement Systems，“Cross – border Collateral Arrangements”。

得可用于抵消保管费的增量收入。美国还通过立法，允许公司养老基金把证券出借给经纪自营商。这些出借行为受到可转换债券套利和税务套利策略的刺激。由于监管限制，美国和英国出借人建立了一个离岸证券出借市场。

证券出借遭遇了一些滥用行为。一些交易商被起诉在证券出借行为中收取回扣。证券出借还支持在次贷危机期间广受争议的卖空行为，然而投资银行却声称卖空者破坏了其客户和交易对手的信心。卖空是指卖方出售自己不拥有的证券。为了向买方提供担保，卖空者通常向证券经纪自营商或机构投资者借入证券，然后通过购买市场中的证券归还出借人来平仓。卖空可能有很多原因，但投机者利用卖空从价格下跌中获利。

"裸"卖空（naked short sales）是指卖空者不通过借用证券交割的安排直接出售证券，这种做法在次贷危机期间颇受攻击，因为它增加了卖空者拉低市场价格的能力。犹他州甚至通过了一项法令，规定经纪自营商在卖空后24小时内未能通知犹他州证券委员其无法按时交割卖空证券的，每日将被收取10000美元的费用。正如丹尼尔·德鲁（Daniel Drew）在19世纪所云："所售非己所有，或回购之，或入狱也。"

卖空是另一个丑闻的主题。有30个人因向寻找卖空者所需股票的人收取虚假费用而被起诉。其中29名被告认罪，被判处3年有期徒刑。另外一名被告名叫琳·得米兹奥（Darin DeMizio），是摩根士丹利的雇员，于2009年3月被审判，也被判处3年有期徒刑。

证交会还状告对冲基金卖空与上市后私募投资（PIPE）交易相关的股票，但诉讼以失败告终。PIPE交易是公司私下配售股票的一种便捷方式，股票在公开市场缺乏吸引力时尤为如此。PIPE交易使得购买者可以轻松收购上市公司的大量股票，而且通常有折扣。PIPE交易在次贷危机期间极富吸引力。发行者经常通过发行额外股票，为PIPE购买者提供下行保护，有时这种做法被称为"死亡螺旋"（death spiral）安排，特别不受证交会待见。

联邦地区法院驳回了证交会针对对冲基金的诉讼。证交会在诉讼中声称，对冲基金不当卖空发行公司的股票。此外，证交会在另外三起起诉对冲基金

使用不当手段掩盖其卖空受限股票行为的案件中败诉。[1] 不过，证交会还是通过调解的方式，成功让法院对高雷资产管理公司（GLG Partners）下达禁止令。高雷是一家位于伦敦的对冲基金，涉嫌非法卖空14只公开发行的股票。此外，对于哈桑资本管理公司（Hazan Capital Management）被称为“逆向转换”（reverse conversions）和“重置”（resets）的复杂且不当的卖空操作，法院也达成合意判决。

第6节 资本要求

银行资本要求

为了保护消费者利益和政府保险基金，金融监管部门非常关心监管对象的财务偿付能力，并通过准备金和资本要求来管理银行的偿付能力。准备金要求是为了确保银行拥有充足的流动资产，能够满足客户的取款要求。银行资本要求是为了确保在银行破产时，损失由股东而非债权人承担，联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation，FDIC）管理的保险资金也能得到保护。由于银行用于贷款的资金基本上都是借来的，并非股东提供或来自利润留存，所以银行的资产负债表杠杆很高。银行的股东资本和留存的利润可以作为缓冲，帮助消化高杠杆银行业务产生的损失。

最初，银行监管部门宣布，资本不充足是一种“不安全和不稳健的做法”，试图借此来监管银行资本。然而，如何确定资本是否充足，当时并不存在精准的计算公式。美国货币监理署（OCC）尝试使用同业比较法来确定资本充足性，但这种做法却在法院遭遇麻烦。美国第五巡回上诉法院认定，同业比较法本身不足以证明资本是否充足[2]。

针对这一裁定，国会通过了立法，授权联邦银行监管部门自行发布资本

---

① 参见 Kara Scannell, "Judge Rules for Pasternak in SEC's Fraud Case,"《华尔街日报》，2008年6月13日，C2版。

② 参见 *First National Bank of Bellaire v Comptroller of the Currency*, 697 F. 2d 674 (5th Cir. 1983)。

指引，为管辖的银行规定最低资本要求[1]，但这种临时应变的办法并不特别奏效。为了达到一定的统一性，银行监管部门后来引入“杠杆率”（leverage ratio），即银行资本与资产的比率。在实施监管检查时，杠杆率逐渐成为银行资本充足率、资产质量、管理水平、盈利状况、流动性和市场风险敏感性进行评级（CAMELS，俗称“骆驼评级法”）的重要组成部分。骆驼评级公式是银行监管部门用于评估所监管银行经营状况和存续能力的重要工具。银行按杠杆率被划分为从“资本充足”到“资本严重不足”五个类别。其中，“资本充足”类别的杠杆率至少为5%，“资本严重不足”类别的杠杆率则低于2%。

在计算杠杆率时，资产负债表上的资产一般按历史成本法计量，但持有期限一年以下的交易性资产则必须按市值计量（公允价值法）[2]。公允价值法在次贷危机前对银行并不构成问题，但在次贷危机期间，银行或其关联机构在投资组合中交易和持有的次级按揭贷款不得不大幅减记。用公允价值法计量次级按揭贷款的要求，在次贷危机期间几乎毁掉美国的金融体系。

由于银行服务的全球化，全世界的银行都需要一套统一、更可行的资本要求。国际银行资本标准的制定由国际清算银行牵头，其成果就是1988年发布的《巴塞尔协议》（*Basel Accord of* 1988，Basel I）[3]。《巴塞尔协议》旨在通过风险加权资产提高银行的杠杆率。换言之，某些资产的风险低于其他资产，发生财务问题时需要的支持资本要少于其他资产，则其价值下跌的可能性也较低，因此此类资产对债权人的风险极小。而其他资产的风险较高，则要求更大的资本缓冲。

《巴塞尔协议》划分了五类加权风险，从美国政府证券等不需要资本支持的资产，到住宅房地产第一按揭贷款按50%风险权重计算的资产等。某些表外资产也被纳入《巴塞尔协议》的计算，例如备用信用证、未使用的贷款承诺以及跟单信用证等。

---

① 参见 International Lending Supervision Act of 1983，12 U. S. C. §3907。

② 参见 Lissa L. Broome and Jerry W. Markham，*Regulation of Banking Financial Service Activities*，第521页。

③ 参见 Basel Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices，“International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards”。

《巴塞尔协议》使用两个不同的资本比率，即至少为4%的一级杠杆率，和至少为8%的总资本比率。一级资本由股东股本、某些类型的优先股以及利润留存组成，还须扣除商誉和其他无形资产。此外，一级资本中“信托优先证券”（trust-preferred securities）的比例最高可达25%。信托优先证券是指兼具股权和债权性质的混合工具，由银行向以信托方式设立的子公司发行次级债的方式创建，然后由该信托向投资者发行自身的优先股。银行将在税务上扣除为次级债支付的利息，从而可以将发行筹集的资金作为《巴塞尔协议》规定的权益类资本，让银行同时享受股票和债券的优点。

《巴塞尔协议》已被美国和100多个其他国家和地区的监管部门采纳。但很快人们批评它在银行资本要求上的“一刀切”做法。例如，所有商业贷款的风险权重都一样，不论交易对方的资信如何。这意味着发放给一家大型《财富》500强公司的商业贷款，与发放给一家新成立、尚未经过考验的创业公司的贷款，二者风险权重是相同的，而且《巴塞尔协议》不考虑操作风险，也不考虑组合风险。这些批评意见说服了监管部门，促使后者转向以基于风险的方法来确定资本充足性。最早在1999年公布的这一措施颇具争议，历经数年后终于形成了《巴塞尔协议Ⅱ》（Basel Ⅱ）。《巴塞尔协议Ⅱ》于2004年最终定稿，但到2007年7月才被美国的银行监管部门采纳，正好在次贷危机期间接受检验，但这次检验的结果很明显是失败的。

《巴塞尔协议Ⅱ》有三个“支柱”：一是最低资本要求，二是监管当局对资本充足率的监督检查，三是市场纪律（信息披露）。对于第一支柱，一般而言银行的一级资本比率必须达到6%，“核心”资本比率必须达到10%。资产的风险权重也更灵活，例如，根据借款企业信用评级的不同，商业贷款的风险权重可介于0~150%。这导致对标准普尔和穆迪等信用评级机构产生了严重的依赖。批评者指控这些评级并不总是可靠，出于恐慌，评级机构倾向于在经济下滑时期下调商业贷款的评级。这要求银行筹集更多资本并进而加剧了经济下滑，这其实就是次贷危机的真相。

《巴塞尔协议Ⅱ》还允许以替代方式处理银行贷款的传统风险权重。在计算资本时，大型银行（资产超过2500亿美元的银行）可以使用自己的内部风

险评估系统来设置风险权重。批评者指控这好比是让黄鼠狼看守鸡圈，而更大的担忧是这些风险模型是否真的能预见风险。多年来，许多大型金融机构一直使用内部的“风险价值”（VaR）评估系统。风险价值是一个风险建模概念，由摩根大通在20世纪90年代初创立，它寻求从数学上衡量投资组合的风险。在预测投资组合在给定的短期内可能发生的最大损失方面，风险价值模型可以达到99%的确定性，一直很受追捧。

1994年创立风险价值模型时，丹尼斯·维赛尔斯通（Dennis Weatherstone）担任摩根大通公司董事会主席，他希望进一步了解该公司业务经营中隐藏的风险，以及一类资产的头寸是如何影响其他类资产并给企业带来风险的[①]。另类衍生工具的创建也要求采用更先进的估值系统。事实证明，摩根大通的风险价值系统的预见性极好，因此除将此系统免费提供给其他金融服务机构使用外，1996年还将此系统予以公开发行并成为一个软件产品。

1998年，摩根大通还成立了一家名为风险计量的公司，负责为客户开发风险价值系统。风险计量公司后来从摩根大通脱离出来，成为一家咨询公司，后来进一步发展成为机构股东服务公司（Institutional Shareholder Services，ISS）所在集团的成员。机构股东服务公司成立于1985年，以促进良好的公司治理，引导机构投资者以负责任的方式就上市公司股东所面临的问题行使代理表决权，履行受信义务为宗旨。公司治理改革运动不仅力图削弱上市公司的管理层，同时也为次贷危机期间风险建模的失败埋下了伏笔。如其网站所描述，截至2008年，风险度量公司为全球超过3300家最重要的机构和公司提供服务。

20世纪90年代第一次推出风险价值分析时，批评者指控它们并不可靠，并未考虑百年一遇的动荡或可能的界外值，这一批评在次贷危机中得到了印证，即风险模型并未考虑真正的灾难性事件。但在事件发生前，相当强烈的警告信号已被发出。1998年，亚洲突然爆发金融危机并快速蔓延到俄罗斯，由此导致的市场震荡令金融机构损失惨重，包括多家拥有同样先进风险建模

① Joe Nocera, “The Story That I Have to Tell,”《纽约时报杂志》，2009年1月4日，第26页。

系统的老牌对冲基金。1998年9月，老虎基金（Tiger Management）损失了21亿美元，10月份损失了34亿美元。当年10月，它在一个交易日就因外汇交易损失20亿美元。乔治·索罗斯（George Soros）的量子集团（Quantum Group，当时资产规模200亿美元）也遭受了巨额损失。

最令人震撼的财富蒸发要数长期资本管理（Long－Term Capital Management，LTCM）公司，1998年9月它损失了48亿美元，占其资本的90%。该公司拥有多位学术超星，包括一些诺贝尔奖获得者，在长期资本管理公司倒塌前一度被认为掌握了风险评估的奥秘。LTCM的风险价值模型仅考虑了五年内已经发生的风险，漏掉了1987年股灾以及其他灾难性事件导致的损失。这些事件被视为异常，而事实上这是真正的灾难很可能不期而至的信号。当时人们对警告视而不见，风险价值模型的使用十分普遍，它们依然基于有限时间内的风险预测，并未包含意料之外的事件。

由于模型所忽略的风险是未知的，因此其发生的可能性也被忽略。在次贷危机发生前，前期权交易员纳西姆·塔勒布（Nassim Taleb）已经就风险价值模型的虚假安全性讨伐了十年，他指出异常事件尽管是随机的，但肯定是会发生的。他批评这些缺陷的《黑天鹅》（*The Black Swan*）一书一度洛阳纸贵。次贷危机的核心正是按揭贷款估值所用风险价值风险模型的另一个瑕疵，这就是它们基于房地产牛市期间的历史数据，而这个牛市又是为了促进住房拥有率的政府计划以及人为压低利率而吹大的泡沫。“如果回望风险价值模型，它们错误地低估了违约风险。”①

2002年，银行监管部门允许银行依据信用评级确定追索义务、剩余利息和资产证券化的风险权重，评级机构由此成为银行资本标准的决断者。不幸的是，次贷危机证明评级机构在制定评级时所用的模型存在严重缺陷，从而数以千计的按揭贷款支持证券被大幅降级。风险建模的另一个不足涉及表外按揭贷款支持证券，在某些情况下，风险模型会隐藏银行对这些证券的风险敞口。

---

① 参见L. Gordon Crovitz，“Bad News Is Better Than No News，”《华尔街日报》，2009年1月26日，A13版。

根据财务会计准则委员会（Financial Accounting Standards Board，FASB）的要求，商业票据融资所用的按揭贷款支持证券必须保留在担保银行的资产负债表上。尽管如此，银行监管部门允许银行在计算资本时将这些资产排除在风险加权资产之外（原始期限为一年或以下的流动性授信执行10%的换算系数）。

次贷危机期间的反应

大型国际银行在次贷危机期间损失惨重，批评者指控《巴塞尔协议Ⅱ》毫无作用，因为它一未考虑表外风险敞口，二未恰当处理交易账户证券。批评者还指控《巴塞尔协议Ⅱ》是顺周期性的，因为它要求银行在经济下滑时期筹集更多资本，从而在经济最需要贷款的时候降低了银行发放贷款的能力。全世界的监管部门都希望提高银行的资本要求，但其代价将是十分巨大的。由工业化国家和主要新兴市场国家组成的二十国集团财长同意在2012年以前不实施这种增强的资本要求。

第7节　证券交易委员会的净资本要求

背景

证交会有自己的净资本规则，与银行监管部门的方法不同，它以僵化的公式来计算保护客户利益所需的最低净资本。证交会的规则旨在确保券商拥有充足的流动性资本以满足客户需求，以及在发生无力偿债事件时保护投资者。该规则起源于20世纪20年代纽交所的一项计划，规定了券商资本与其客户借方余额之间的最大允许比率。

《1934年证券交易法》根据该模型引入一条规定，授权证交会规定券商总负债与其净资本之间的允许比率，但不得超过200%[①]。然而，在1942年

① 参见Seven L. Molinari and Nelson Kibler, "Broker – Dealers' Financial Responsibility Under the Uniform Net Capital Rule," 第1页。

10月29日以前，证交会一直都未采纳净资本规则。由于纽交所有自己的资本规则，证交会的规则仅适用于非纽交所会员的券商。证交会的净资本规则包含了对“总负债”和“净资本”的定义。券商所持有证券的市值按一定比例排除在净资本之外（除固定资产和交易所会籍之外）。这被称为“垫头”（haircut），旨在缓冲投资组合价值的市场波动以及证券难以卖出时以低于市场价格减价出售的情形。

1963年，证交会委托的证券市场专题研究发现，与预期一致，资本较为薄弱的券商倒闭和违反证交会规则的可能性最大[1]，而资本较多的券商在开展业务活动时更有责任心。尽管如此，20世纪60年代末发生的“文书危机”期间，一些大型券商也同样面临净资本危机。尽管当时交易所已经暂停实施其净资本规则，仍有100多家纽交所会员企业在文书危机期间关门大吉。纽交所主席罗伯特·汉克（Robert Haack）表示，如果交易所在危机期间严格执行其净资本规则，要倒闭的纽交所会员企业将会增加100家。

有关券商资本短缺的另一个担忧是账户保险基金。为了应对文书危机，国会成立了证券投资者保护公司（SIPC），为无力偿债的券商客户提供账户保险。每个账户的最高保额最初为5万美元，1980年增加到50万美元。与联邦存款保险公司类似，证券投资者保护公司产生了一种道德风险，因为券商的客户监督其券商财务状况的动力降低。

为此国会在1975年通过立法，要求证交会制定适用于所有券商的最低财务责任要求。证交会随后推出了统一净资本规则，延续了计算净资本的“基本”方法，但将总负债的允许金额限制在券商净资本的1500%。该规则要求的最低超额净资本金额从2500美元至10万美元不等，取决于券商业务的性质。此外，新规则还包含了一种“替代”计算方式以供券商选择。如果使用替代方式，券商的净资本必须达到10万美元或“总借方项目”的4%（后来降低至2%）的孰高者。

总负债包含券商代客持有的资金、若干其他项目以及向客户借入的项目

① 参见 Securities and Exchange Commission, "Report of the Special Study of the Securities Markets," H. R. Doc. No. 95, 88th Cong., 1st sess. (1963)，第84~85页，第92页。

的价值。在计算总负债时还将减去客户欠券商的金额。由于总负债包含了券商的大部分无担保借款，从而限制了券商的杠杆。

证交会的净资本规则要求券商在低于最低净资本要求时停止营业。此外，如果券商的净资本下降，即使仍高于上述最低要求，但已经达到足以表明该券商的财务状况正在恶化的临界点，则券商必须提前向证交会和自律机构发出预警通知。同时，券商还必须定期向监管机构报告其财务状况。

1987 年股灾给证交会的净资本要求带来重大考验。这次股灾导致数家券商倒闭，并威胁到多家其他券商的生存。由于无力满足证交会的净资本要求，大约 50 家中介经纪人类券商（不提供证券清算服务的券商）不得不停止营业，尽管由于并不持有客户资金，对这些公司的净资本要求极低。受损最严重的要数那些自营规模较大或者提供做市商服务的公司。

证交会对该事件的调研也表示，担心许多券商的关联机构从事不相关的证券或银行业务，造成受监管券商本不会发生的风险。后来，证交会提高了代客持有账户的券商的净资本要求，将使用替代方法计算净资本的公司的要求从 10 万美元提高到 25 万美元。

德崇集团

《1990 年市场改革法》（*The Market Reform Act of* 1990）解决了券商关联机构活动引发的担忧以及它们所造成的不相关资本需求。通过该法的诱因是 1987 年股灾的爆发，以及垃圾债券大王迈克尔·米尔肯所在的德崇集团的倒闭。迈克尔·米尔肯主管德崇大规模的垃圾债券承销业务，他的行为最终导致公司被刑事起诉并随后破产。破产前的德崇采用控股公司结构，母公司大肆从券商关联机构抽调资本。纽约联邦储备银行、财政部、联邦储备委员会、纽交所、商品期货交易委员会和证交会联手才完成对德崇的清算。

尽管其券商关联机构所持有的客户账户被无损失转移或清算，但德崇的倒闭引发人们对于采用控股公司结构的券商的资本充足性的担忧。调查发现，不受证交会监管的德崇母公司从受监管的券商关联机构抽调了过多的资本。由于存在监管障碍和市场状况方面的原因，控股公司难以取得短期融资。

德崇发行了超过10亿美元的商业票据，但由于它的问题接连不断，在票据展期上遇到困难。在证交会揭开德崇的财务窘况时，该公司有超过4亿美元的短期负债将在两周内到期，另外还有3.3亿美元将在次月到期。后来，控股公司被迫将目光投向其券商关联机构的流动资金。德崇在纽交所和证交会毫不知情的情况下向母公司转移了2亿美元。

《1990年市场改革法》要求证交会监督金融服务企业，确保关联机构的活动不会危及企业的券商部分。证交会和银行监管部门被要求在各自监管的对象给对方所监管的关联机构造成危险时向对方通报。证交会还修改了净资本规则，禁止券商在可能损害自身完好性的情况下提取资本汇给关联机构或母公司。

并表监管实体

2004年，证交会在大型券商的资本要求上陡然转变。根据修改后的规则，资本充足的大型券商可以使用数学模型来计算市场风险和衍生工具相关信用风险的净资本要求。如要利用这一规则，券商必须选择将其最终控股公司和关联机构接受并表监管，这类公司被称为“并表监管实体”（Consolidated Supervised Entities，CSE）。

证交会调整对大型券商控股公司制度的监管方法，是为了应对2002年发布的一项欧盟指令。该指令要求在欧盟经营的外国金融企业证明其在本国接受与欧盟并表监管相当的控股公司监管。这一要求适用于在美国经营的许多大型券商，包括贝尔斯登、雷曼兄弟、美林公司、高盛和摩根士丹利等。

“券商仅在其最终控股公司同意根据巴塞尔银行监管委员会所采纳的标准，并针对整个集团的市场、信用和操作风险计算可用资本和拨备的情况下，才可以使用这种替代/并表监管实体”方法。此外，“控股公司还必须同意整个集团都接受证交会的监管”[1]。券商的最终控股公司和关联机构（并表监管实体）也必须同意证交会对整个集团的监管。针对银行控股公司以及在欧盟

---

① 参见 Securities and Exchange Commission, Securities Exchange Act Release No. 34－54255（2006年7月31日）。

接受监管的控股公司，证交会制定了特别的监管规定。这实际上是将这些大型券商控股公司视为银行对待，至少从净资本的角度看是如此。

并表监管实体在进行风险评估时可以使用的数学模型包括风险价值模型以及情景分析，这已经是这些实体内部风险管理控制系统的一部分。这些风险管理系统可以取代传统的“垫头”方法，用于计算并表监管实体净资本要求的市场风险和衍生工具相关风险部分。证交会还提议允许券商在计算上市期权和相关头寸的净资本费用时使用理论定价模型，这相当于在净资本管理上采取“风险资本”的方法，这与证交会资本规则中使用的流动性测试有极大差异。建议的理论方法基于考克斯—罗斯—鲁宾斯坦二叉树模型（Cox - Ross - Rubinstein biomial model），根据期权相对于标的资产价值的假设变动重新定价来确定理论收益和损失。

通过采纳《巴塞尔协议Ⅱ》，证交会统一了大型券商和商业银行的资本要求，为这些相互竞争的机构提供了公平竞争的环境。尽管如此，次贷危机期间出任花旗集团首席执行官的潘伟迪（Vikram Pandit）在 2008 年 6 月的《华尔街日报》发表了一篇特约评论，抱怨所有大型金融机构的资本要求都应当统一。潘伟迪还希望提高大型金融机构的透明性，加强系统性的监督，但那时好几家最著名的华尔街企业已经积重难返，无力回天[1]。除两家外，选择 CSE 性质的企业在次贷危机期间集体倒闭，硕果仅存的高盛和摩根士丹利这两家也改制为银行控股公司。

保险公司资本要求

与其他金融服务行业不同，美国保险行业仅接受州一级的监管。这可追溯至 20 世纪初，当时保险公司不断增加的责任准备金为它们提供了巨大的经济权力。但这种资产的集中引来了公司制度改革派的批评，后来就任美国最高法院法官的路易斯 · 布兰德斯（Louis D. Brandeis）在 1905 年称，保险公司是“当今最大的经济威胁”，作为“大产业的债权人”，它们“自私、不诚

① 参见 Vikram Pandit, “Toward a Transparent Financial System,” 《华尔街日报》，2008 年 6 月 27 日，A11 版。

实且低效地使用这一权力"[1]。

布兰德斯的批评似乎得到公平人寿保险公司（Equitable Life Assurance Company）事件的印证。23岁的詹姆士·海德（James Hyde）从父亲手中继承了该公司，他经常炫富，将自己表现为一位不太严肃的商人。他的过分表现加上其他行业问题引发的广泛诟病，致使纽约州保险部部长启动了对保险行业的调查。随后纽约州立法机关任命了自己的调查委员会，由威廉·阿姆斯特朗（William W. Armstrong）参议员领头，负责对纽约州保险公司的活动进行全面检查。后来担任美国最高法院首席大法官的查尔斯·伊万·休斯（Charles Evan Hughes）时任阿姆斯特朗委员会（Armstrong Committee）的法律顾问，他所树立的严格调查员的形象很快全国闻名。

阿姆斯特朗的调查导致了对保险业的更严厉监管。其中一项"改革"是要求披露收入超过5000美元（相当于今天的12万美元）的员工姓名。1985年，这一要求被调整为6万美元，但此举仍被认为太过鲁莽，为此纽约州立法机关在2008年（次贷危机期间）再次修正立法，规定仅需披露10位收入最高的高管和员工[2]。阿姆斯特朗委员会的结论还认为，保险公司是大量资本朝少数个人和企业集中的趋势的一部分。该委员会称，"在现代金融环境中，没有什么比资本和资产大规模结合的趋势更受到广泛的关注"[3]。

阿姆斯特朗委员会担心的另一个问题是，保险公司不断提高所持有巨额责任准备金投资股市的比例。该委员会建议禁止保险公司使用责任准备金投资股市，因为这种投资会危及公司理赔的能力。后来，纽约州立法机关对保险公司投资普通股的能力进行了限制。另一项改革要求保险公司退出对银行股票的投资，且保险公司被禁止从事证券承销或证券银团业务。

在阿姆斯特朗调查后，保险公司最初为了避免多州监管而游说联邦监管。但行业很快意识到州监管要比联邦监管更好。保险业得以在1929年股灾后躲

---

① 参见 Morton Keller, *The Life Insurance Enterprise*，第32页。

② 参见 Leslie Scism, "Life Insurers Enjoy Relaxed Disclosure Rules,"《华尔街日报》，2008年2月17日，C2版。

③ U. S. Congress, Temporary National Economic Committee, "Investigation of Concentration of Economic Power," 76th Cong. , 3d sess. ，专题报告第28号，第7页。

过联邦监管，原因在于它们不投资股票，从而躲过了那一时期的大部分超跌。后来，罗斯福政府设立了临时国民经济委员会（Temporary National Economic Committee，TNEC）来调查美国的经济权力集中情况，行业确实面临着联邦监管威胁。临时国民经济委员会的主席是约瑟夫·欧马洪内（Joseph O'Mahoney）参议员，成员包括来自证交会、联邦贸易委员会和司法部的代表。该委员会锁定的目标之一就是保险业，尽管发现了一些乱象，但联邦监管并未实施。

1933 年至 1938 年 10 月，调查发现美国和加拿大主要保险公司在纽约人寿保险公司（New York Life Insurance Company）总精算师兼副总裁亚瑟·亨特（Arthur Hunter）的办公室举行会议，制定年金费率和保单条款，再次引来了监管威胁。这引发了反垄断担忧，1944 年，最高法院裁定大约两百家保险公司违反联邦反垄断法[①]。这些保险公司被指控加入东南承保人协会（South－Eastern Underwriters Association），违反了《谢尔曼反垄断法》（*Sherman Antitrust Act*）的规定。政府声称该协会的宗旨是控制火灾保险业务，歧视并打击非协会成员的保险公司。

最高法院作出裁定后，保险公司担心它们将无法统计出损失数据或联合计算出稳健的保险费率。各州担心联邦反垄断法律将架空州监管，一些保险公司以此为由拒绝遵守州保险法律。针对这些担忧，1945 年国会通过了《麦克卡兰—菲尔古森法》（*McCarran-Ferguson Act in* 1945）[②]，允许接受州监管的保险公司免于遵守联邦反垄断法。该法使保险业基本免受联邦监管，这与证券业使用的监管架构截然不同。但 2009 年 10 月，奥巴马政府威胁，如果保险业不减少对其全民医疗方案的批评，就要废除《麦克卡兰—菲尔古森法》。

1988 年，国会举行了有关联邦监管必要性的听证，在联邦监管上进行了又一次尝试。1992 年 40 家跨州保险公司倒闭后，政府提出了《联邦保险偿付能力法案》（*Federal Insurance Solvency Act*，FISA），计划成立一个联邦保险偿付能力委员会（Federal Insurance Solvency Commission，FISC）来制定有关保

① *United States v. South－Eastern Underwriters Ass'n*，322 U. S. 533（1944）。

② 参见 59 Stat. 33（1945）。

险公司财务稳健性和偿付能力的全国标准。该立法受到行业的强烈反击。2008年3月，财政部也提议国会设立联邦保险公司可选择的执照。不选择联邦执照的保险公司继续接受州监管，而选择联邦执照的公司不接受州监管。但这一建议最终不了了之，仅设立了联邦保险办公室来监督保险行业。

全国保险监管协会（National Association of Insurance Commissioners，NAIC）负责协调州保险监管和登记检查，以代替联邦监管。全国保险监管协会负责起草示范法律，但作为一个自愿性的组织，它无法强迫州立法机关采纳示范法律法规[①]。与银行和证券类似，各州在全国保险监管协会的指导下将资本要求作为一个监管工具。1992年以前，大部分州都基于静态的最低资本和公积金额来规定保险公司的资本要求。针对多家保险公司的倒闭，行业改用基于风险的资本标准，要求资本水平基于保险公司投资组合的投资风险，从而将基于风险的资本要求普及到整个金融行业，包括银行、券商和保险公司。

采纳基于风险的资本要求，对许多大型保险公司的法人结构造成了深远影响。它们被迫增加资本，但由于大部分公司都采用由保单持有人所有的互助保险公司模式，因此增资十分困难。为了缓解这一问题，纽约州通过立法允许互助人寿保险公司改制为股份公司，从而可以公开发行上市筹集资本。这一理念传播很快，许多大型保险公司都改制为传统的股份公司。例如，1992年公平人寿保险协会（Equitable Life Assurance Society）停止互助制，五年后，以互助制经营了150年的纽约互助人寿保险公司（The Mutual Life Insurance Company of New York）也进行了同样的改制，全国最大的保险公司保诚保险在改制前已经以互助公司的模式经营了大约130年，大都会人寿保险公司（Metropolitan Life Insurance Company，MetLife）以及许多其他公司也进行了类似的改革。

除美国国际集团等极少数公司外，保险公司都得以安然渡过次贷危机，且损失少于投资银行和商业银行。由于各州对保险责任准备金的投资对象进行了限制，从而限制了保险公司进行高风险投资的能力，因此保险业遭受的

---

① 参见 Lissa Broome and Jerry W. Markham，"Banking and Insurance：Before and After the Gramm-Leach-Bliley Act"，第723页。

损失有限。例如，纽约州最高只允许保险公司将20%的责任准备金资产用于投资股票。保险公司过去会投资按揭贷款，但房地产投资的金额也不得超过保险公司责任准备金的规定比例，此外还有最低贷款物业价值比限制。尽管如此，面对几乎横扫所有资产类别的断崖式下跌，保险公司仍然感到丝丝寒意。全国保险监管协会拒绝了将保险公司的资本要求降低超过220亿美元以缓解压力的提议。哈特福德金融服务集团（Hartford Financial）在危机期间遭受巨额损失，评级也遭下调，因而转向保险官员求助，请求并被获准将其资本要求下调10亿美元。监管部门还准予同样遭受损失的林肯国民公司（Lincoln National）放宽资本要求。

情况在2009年进一步恶化，20多家保险公司在2009年第一季度遭到降级；在2009年3月12日的市场低位时，保险公司的股票价格在一年内已经下跌59%。多家保险公司向联邦政府寻求救助资金，美国财政部在2009年5月15日批准救助6家保险公司，然而由于当时对公司高管薪酬的持续抨击，加上政府对接受救助资金的企业管理工作的干预，导致这种救助不能持久。好事达保险公司（Allstate）和大都会人寿等公司就拒绝了政府的救助资金。在符合条件的6家保险公司中，只有两家表示继续对接受救助感兴趣：哈特福德金融服务集团（Hartford Financial Services）获得了34亿美元，林肯国民公司（Lincoln National）获得了25亿美元。这两家公司的股票在此前的15个月内下跌超过90%。

第5章 商品市场

第1节 市场的发展

简单溯源

衍生工具市场是次贷危机期间人们关注的又一个焦点，也是加强监管的对象之一[①]。它的历史可追溯至芝加哥期货交易所（Chicago Board of Trade，CBOT）期货交易的发展。早在美国内战以前，就已经出现了有关芝加哥地区仓库谷物交割的标准化合约交易。由于采用标准化的合约条款，谷物贸易商可以相互抵消买卖义务，从而形成了合约的交易市场。在纽约证券交易所，期货市场发展的一个重要因素是纽交所的会员希望将交易限制在认可的交易所，杜绝一切形式的场外（OTC）交易。1873年，芝加哥商品交易所推出固定的期货交易时段，同时宣布其会员在收市后执行的所有交易均不予认可，希望借此将期货交易限制在交易大厅内。但与之竞争的芝加哥公开商品交易所（Chicago Open Board of Trade）允许收市后交易，同时芝加哥街道上还出现了场外交易市场。

① 本章有关电子交易发展的部分内容引用自 Markham 和 Harty，“For Whom the Bell Tolls”。

这些另类市场往往和赌场差不多(被称为“野鸡交易所”, bucket shops),投机者可以对芝加哥商品交易所的报价变动进行对赌。与纽交所类似,芝加哥商品交易所希望截断报价从交易大厅流出,从而遏制“野鸡交易所”。它向法院申请禁令,并且得到最高法院的支持[①],这为商品交易所垄断期货交易奠定了基础。直到20世纪末通过《2000年商品期货现代化法》(*Commodity Futures Modernization Act of* 2000),允许机构投资者在场外交易多种衍生工具,情况才发生变化。商品交易所希望通过截断报价来阻止电子通信网络增长的努力,在21世纪惨遭失败。2007年,第二巡回上诉法院裁定纽约商业交易所(NYMEX,纽商所)的结算价格不受版权保护[②]。

19世纪时,商品交易所在芝加哥和其他地方纷纷成立。1898年,芝加哥黄油鸡蛋交易所(The Chicago Butter and Egg Board Exchange)成立,在第一次世界大战后发展成为芝加哥商业交易所(Chicago Mercantile Exchange, CME)。另一个较大的商品交易所是纽商所(NYMEX),它的历史可追溯至1872年开业的一个黄油和奶酪交易所。纽商所是纽约多家商品交易所合并的产物,包括在合并多家其他交易所的基础上成立的纽约商品交易所(COMEX)。2008年,芝加哥商品交易所收购了纽商所,加上之前它已经收购了芝加哥期货交易所,今天的芝加哥商品交易所已经成为几乎所有交易所交易期货合约的媒介。

值得注意的是,1975年之前期货交易所与证券交易所之间基本上井水不犯河水,因为那时商品交易所交易的品种基本上全部都是农产品,而证券交易所仅买卖证券。1973年,芝加哥期货交易所开设了芝加哥期权交易所,并决定将商品期货的交易惯例应用于证券。与此同时,芝加哥商品交易所也开始买卖贵金属和外汇商品期货。后来,芝加哥期货交易所和芝加哥商品交易所不断开拓各种金融工具(包括政府证券和股票指数)的期货交易,金融期货和期权交易很快在这些交易所取得了主导地位。

---

① 参见 *Bd. of Trade V. Christie Grain & Stock Co.*, 198U. S. 236 (1905), 第249~250页。

② 参见 New York Mercantile EXchange, Inc., V. Intercontinental Exchange, Inc., Comm. Fut L. Rep. (CCH) ¶30597 (2d. cir. 2007)。

监管

几十年来，商品交易所基本上都不在联邦监管的范围内，但这并不代表市场没有问题。芝加哥期货交易所从推出期货交易伊始，就以轧空、逼仓（交易商控制期货标的商品的可交割供应）和其他操纵行为而臭名昭著，这些行为对农产品的价格造成了负面影响。1880—1920年，国会议员提出了大约200个提案，呼吁对期货交易所进行监管，但无一通过。尽管如此，商品期货市场仍率先于证券市场被纳入监管。

与商品市场有关的立法在美国参加第一次世界大战之前就通过了，而对证券市场的监管直到20世纪30年代才开始。1914年，国会依据其征税权力通过《棉花期货法》（*Cotton Futures Act*），建立了棉花分级体系。但由于没有依照《宪法》（Constitution）有关涉税提案的要求由众议院提出，该法被联邦法院废除[1]，后来被《1916年棉花期货法》代替。同年通过的《1916年谷物标准法》（*Grain Standards Act of* 1916）授权农业部长制定谷物分级和检验规程。《1916年仓库法》（*The Warehouse Act of* 1916）授权农业部长向存储常用期货交易农产品的仓库经营者发放许可证并进行检查，但这是一个自愿性质的计划。

该法并未授权对商品交易所进行任何直接监管。然而，与第一次世界大战相关的投机活动致使联邦贸易委员会在战后对谷物贸易进行一次大规模调研，报告共分七册，分析了（包括但不限于）干扰市场和价格的投机活动[2]。国会随后通过了《1921年期货交易法》（*Futures Trading Act of* 1921），但由于它不恰当地以国会的征税权力为依据，被最高法院裁定违宪[3]，这是监管的一次短暂挫败。最高法院宣判当天就爆发了投机，促使国会再次通过该法案。这次改为依据《宪法》商业条款赋予的权力，并将法案的名称修改为《1922年谷物期货法》（*Grain Futures Act of* 1922，GFA），该法一度受到质疑但后来

---

① 参见 *Hubbard v. Lowe*, 226 F. 135 (SDNY 1915)。

② 参见 Federal Trade Commission, "Report on the Grain Trade"。

③ 参见 *Hill v. Wallace*, 259 U. S. 44 (1922)。

还是得到了最高法院的支持[1]。

《谷物期货法》规定期货交易只能在联邦政府许可的“合约市场”进行，赋予交易所在之后数十年享有独家交易期货合约的垄断权力，这一局面直到安然的平行场外交易市场出现才被打破。授予垄断权力背后的逻辑，是人们相信将期货交易限制在“合约市场”进行，将会促进价格信息的传播，扩大对市场的监督管理，消除“野鸡交易所”。人们认为仅向注册的交易所授予“合约市场”资格，将会引导这些交易所加强自律以保全其牌照。

《谷物期货法》将“交易所”的“合约市场”资格认定权授予农业部长。合约市场一经注册，必须防止可能影响商品价格的操纵和虚假报告的传播。该法还设立了一个由农业部长、商务部长以及司法部长组成的委员会，授权该委员会暂停或撤销在防范会员操纵活动上不力的合约市场的登记注册，日常执行由农业部下设的谷物期货管理局负责。

同股市一样，谷物交易所被指为大萧条的罪魁祸首，谷物价格的持续下跌被归咎于在交易所活动的投机者，卖空行为尤其受到诟病。因此在摆平股市后，国会开始转向期货市场，并通过了《1936年商品交易所法》（*Commodity Exchange Act of* 1936，CEA）[2]，该法禁止商品价格“操纵”行为，但并没有赋予这项条款明确的定义，而正是这种模棱两可导致政府陷入耗时、昂贵并且经常败诉的诉讼。

《商品交易所法》还存在许多其他瑕疵。例如，其相关规则的适用范围仅局限在若干种类的商品期货合约交易。随着期货交易商品范围的不断扩大，《商品交易所法》不得不缝缝补补以不断将新的期货种类纳入管辖范围。但缝缝补补总是落后于新合约的发展，让投机者至少可以在一定时期内通过新的合约种类规避监管。

《商品交易所法》推出了仓位限制制度，希望借此控制单个投机者可以持有的期货合约张数，从而达到遏制投机的目的。次贷危机期间能源价格暴涨使人们再次将目光转向这种限制。《商品交易所法》继续通过合约市场登记要

---

① 参见 *Chicago Board of Trade v. Olsen*, 262 U. S. 839 (1923)。

② 参见7 U. S. C. §1 及以后条文。

求进行监管，并通过收取交易税来防范操纵，且负责处理客户期货合约委托的“期货经纪商”也被要求向农业部登记。

《商品交易所法》延续了对商品交易所委员会（Commodity Exchange Commission）的授权，其日常执行工作继续由农业部负责，但具体负责的部门改名为商品交易所监管局（Commodity Exchange Authority）。20世纪70年代商品价格暴涨前，商品交易所监管局是一个鲜为人知的机构，在农业部也默默无闻。人们最终将价格暴涨归咎于期货投机，引起了消费者和国会的同仇敌忾，这与2008年商品价格暴涨时发生的情景如出一辙。

商品期权交易不时爆出丑闻，加上担心向苏联销售的谷物存在价格操纵行为，使得情况更加错综复杂，因此立法变得不可避免。1968年，商品市场击退了计划赋予商品交易所监管局一定实权的立法，最终法律虽进行了一些轻微的修正，但未能实质性加强商品交易所监管局的作用。而20世纪70年代的市场震荡则为国会提供了绝佳的契机，通过了全面的、侵入性的商品交易所监管立法。

这部法律名为《1974年商品期货交易委员会法》（*Commodity Futures Trading Commission Act of* 1974），新设立了商品期货交易委员会（CFTC），它想成为期货行业的证券交易委员会（SEC）。《商品期货交易委员会法》在《商品交易所法》的基础上，将管辖范围扩大到所有商品，不再进行枚举，甚至覆盖了金融期货合约。商品期货交易委员会获得广泛的权力，包括为了阻止违规而实施禁令，以及对每次违规处以最高10万美元的民事罚款。此外，该法还增加了注册人的类型，包括商品池经营者（现在被视为对冲基金）和商品交易顾问。

1974年立法保留了合约市场的垄断地位，但商品交易所必须将其规则报送商品期货交易委员会审批。由于这一要求过于烦琐，因此后来商品期货交易委员会简化了手续，只要商品期货交易委员会没有提出异议，交易所的规则就可以直接生效。换言之，与证券市场不同，合约市场采纳规则无须商品期货交易委员会首肯。理论上，商品期货交易委员会可以反对交易所的规则，这时交易所就必须撤回相关规则，但这种情况从未发生。

1987 年股灾

以前，机构对商品市场避之不及，而证券期货合约的出现则令它们趋之若鹜，各种新的交易策略也相继开发出来，例如“动态套期”（dynamic hedging）和“组合保险”（portfolio insurance）。基金经理可通过这些策略使其投资组合免受市场波动影响，或者享受市场波动所带来的价差，而无须卖出投资组合中持有的资产。期货合约的流动性以及它们复制市场指数的能力，很受信奉分散投资这一“现代投资组合”（modern portfolio）理论的基金管理人欢迎。通过期货合约，基金经理可以快速调整敞口，同时又无须进行昂贵且耗时的投资组合证券买卖。

金融市场另一个流行的创新是“程序化交易”（program trading），即使用计算机程序生成的算法信号，通过数学模型来预测市场走势，并利用这些模型对海量的计算机数据库进行分析，从而找出似乎可以在长期复制的趋势。然而人们担心这种新金融期货与计算机化交易程序的结合会给市场带来危险——这就是所谓的“级联理论”（cascade theory）。这种顺周期担忧的理论是，虽然每个计算机化交易程序都有各自的特点和不同，但总体上它们都拥有一个共同特点，也就是在市场下跌时，计算机程序会集体生成“卖出”信号。这种抛售会导致市场进一步下跌，然后导致计算机程序生成更多卖出信号，此番螺旋下降，直到市场彻底崩溃为止。

这一预言在 1987 年股灾中得到近乎完美的实现，当时的道琼斯工业平均指数下跌的绝对和相对幅度都超过了 1929 年股灾。股价的直线下跌令纽交所不知所措，因为它根本没有能力处理如此意想不到的巨大成交量和价格波动。纳斯达克做市商也纷纷逃离市场，客户面对价格崩盘无路可逃，但商品交易所在危机中依然正常运行。

1987 年股灾后人们进行了很多研究，希望确定商品期货市场是否应当接受进一步的监管。证交会支持采纳严格的保证金要求，以遏制期货市场投机。罗纳德·里根总统设立了一个总统市场机制工作组（布兰迪委员会），由后来担任财政部长的尼古拉斯·布兰迪（Nicholas Brady）负责。布兰迪委员会的

结论是，证交会与商品期货交易委员会在证券期货的监管上权限划分不明，是导致问题的重要原因。一些批评人士希望将这两大机构合并，但布兰迪委员会并不相信这种合并会带来一个有效的跨市场监管机构；相反，该委员会建议将颁布划分证券和商品市场界限的法规的重任交给美联储。然而这一建议从未实施，直到次贷危机后被奥巴马政府再次翻出。但是这一努力很快演变为不同金融监管部门之间的相互扯皮。

布兰迪委员会还提出了一些其他建议，但在它考虑的领域几乎没有任何建树。一个例外是借鉴了期货交易所在市场动荡时期所采取的类似机制，即采纳停板制度［“熔断机制”（circuit breakers）］。这种制度在商品交易所被称为“涨跌停板”，即在市场价格超过一定水平时暂停交易的制度。同样，证券期货产品所采用的熔断机制也会在价格达到规定水平后暂停纽交所的交易，但该水平的确定具有极大的主观性。布兰迪委员会认为，熔断机制将会减缓电子程序化交易，方便交易商以更合理的方式应对市场事件，从而为纽交所提供额外的时间处理交易，形成更有序的市场。暂停交易也有利于交易商筹集资金以追加保证金，从而消除被强行平仓的担忧。

1987年股灾后，里根总统成立了一个名为总统金融市场工作组（President's Working Group on Financial Markets，PWG）的部际工作小组，负责协调股市和期货市场的监管，由财政部长任组长，组员包括美联储、证交会和商品期货交易委员会的负责人，未来证交会与商品期货交易委员会之间的扯皮将通过该工作组解决。总统金融市场工作组成立后考虑的事项包括是否应当对场外衍生工具、对冲基金和私募股权投资进行监管。此外，该工作组还探讨了涉及金融市场的多个政策倡议。

外汇欺诈

尽管权力极大，商品期货交易委员会成立后却无力阻止随即发生的一系列商品期权丑闻。《商品交易所法》禁止买卖规定种类的商品期权，但至少在证交会介入并声称相关产品属于证券，必须依据联邦证券法律在该委员会登记前，可以通过买卖非规定种类商品的期权来规避这一禁令。由于证交会管

辖的不确定性,《商品期货交易委员会法》取消了证交会的管辖权,将商品期权的管辖权独家赋予商品期货交易委员会。

但商品期货交易委员会缺乏必要的资源来遏制骗子一夜蒸发式的恣意妄为,这些骗子通过高压式的、欺诈性的推销手段向公众投资者兜售商品期权。商品期货交易委员会最后不得不暂停几乎所有场外商品期权的交易,以遏制通过承诺低风险高利润来榨取无经验客户的野蛮骗局。后来,商品期货交易委员会允许在商品交易所进行期权交易,但场外外汇商品期权市场仍存在着问题。

许多出售外汇衍生工具的骗子仍向无经验的个人客户兜售,大肆进行欺诈。2001—2007 年,大约有 2.6 万名投资者陷入场外衍生工具骗局,受骗金额超过 4.6 亿美元。《商品期货交易委员会法》中有一条被称为"财政部修正案"的规定,导致此类不通过"交易所"进行的交易逃脱了商品期货交易委员会的管辖。商品期货交易委员会曾宣布将一切场外外汇交易都视为交易所交易,希望借此绕开财政部修正案的影响,将其纳入监管。根据该委员会的说法,唯一的例外是同业外汇市场,以及大型机构之间的外汇交易,因为它认为这是属于财政部修正案定义的唯一合法外汇市场。然而最高法院否决了这一解释,认定对财政部修正案不应如此限制。

最高法院的裁定再次对场外零售外汇市场的各类欺诈打开了大门[1],国会为此通过了《2000 年商品期货现代化法》(*Commodity Futures Modernization Act of* 2000),它对《商品交易所法》进行进一步修正,要求场外零售外汇合约只能通过受监管的期货经纪商和某些其他机构交易。但位于芝加哥的第七巡回上诉法院给"现货"交易留下了漏洞,使该法的效果大打折扣。正常情况下,现货交易涉及对实际商品的实物买卖。但该案所涉及的交易极少涉及交割,一般用于抵消头寸,与交易所交易的期货或期权类似[2],这使得外汇公司的骗局继续大行其道。

国会通过了《2008 年商品期货交易委员会再授权法》(*CFTC Reauthori-*

① 参见 *CFTC v. Dunn*, 519 U.S. 465 (1997)。

② 参见 *CFTC v. Zelener*, 373 F.3d 861 (7th Cir. 2004)。

zation Act of 2008)，赋予商品期货交易委员会对所有杠杆或保证金式零售外汇交易，或者由卖方或其关联人提供融资的零售外汇交易的监管权力，堵住了上诉法院裁定导致的漏洞。该法建立了一个新类别的注册人，即"零售外汇交易商"。此类交易商必须拥有至少2000万美元的调整后净资本，并且这一净资本要求也同样适用于作为外汇交易对手方的期货经纪商。商品期货交易委员会被赋予监管其他外汇市场参与者的广泛权力，包括商品池经营者和商品交易顾问。

其他场外衍生工具

20世纪最后30年，金融工程开始崭露头角。除金融期货外，商品期货交易委员会设立后接踵出现了多种新的金融工具，这些工具往往都包含期货或期权成分，对这些金融工具是否应当监管以及如何进行监管的问题困扰着商品期货交易委员会。如果该委员会有权进行监管，那么有关交易所交易的要求将会禁止使用这些工具，因为场外交易商无法成为自律机构，也无法承担监管的费用。此外，机构交易商既不希望也不需要《商品交易所法》提供的监管保护。

围绕北海石油的布伦特原油市场期货类型的争论，某联邦地方法院裁定该市场受《商品交易所法》管辖，这就要求这一全球市场需要向商品期货交易委员会注册为合约市场。虽然后者对监管这一机构市场毫无兴趣，但又苦于没有豁免的权力；而布伦特原油市场的参与者既不愿意也没有能力成为合约市场。这导致该地方法院威胁将至少关闭在美国的布伦特原油市场，然而国会却允许商品期货交易委员会豁免布伦特原油市场的合约市场监管要求。

金融市场非常流行的另一种合约被称为"掉期"，又称互换，涉及用一种收入流来交换另一种收入流，例如在规定时期内交换本金相同的一笔借款，一方提供固定利率，而另一方提供浮动利率。这种工具同样不能在受监管的合约市场交易，如果执行交易所交易要求，该工具将不复存在。掉期之所以这么受欢迎，要归功于国际掉期交易商协会（International Swap Dealers Association，ISDA)，后更名为国际掉期及衍生工具协会（International Swaps and

Derivative Association），它通过制定文本实现了某些条款的标准化，从而使掉期交易的订立变得十分简单。国际掉期及衍生工具协会成立于1985年，在全球拥有超过830家机构会员。

由于借助了衍生工具交易商来安排交易并保证履约，掉期市场的发展十分迅速。掉期交易商的资金实力雄厚，履行了许多与期货清算相同的职能[①]。到1996年，金融掉期的名义金额估计超过29万亿美元。在次贷危机的重要罪魁信用违约掉期面世后，掉期业务的增长甚至进一步加快。

1989年，商品期货交易委员会发布了一份政策声明，将机构之间的掉期交易排除在该委员会的监管范围之外，但围绕商品期货交易委员会是否有权授予这一豁免存在一些争议。为了明确这一问题，《1992年期货交易行为法》（*Futures Trading Practices Act of* 1992）赋予了商品期货交易委员会豁免掉期监管的权力。此外，在有关布伦特原油市场的裁定作出后，期货交易委员会还豁免了多种场外能源合约以及某些其他混合工具。

混合了期权、期货和证券功能的其他工具也引发了监管问题。例如，提供固定利率收益并兼具商品价格触发条件的债券，在某种商品（例如白银或原油）的价格上升达到某个规定水平时提供额外收益。华尔街没有免费午餐，此类债券的持有人可获得额外的商品价格变动所带来的收益，但其代价是所获得的利率要低于无此功能的类似工具。商品期货交易委员会试图通过认定期权或期货功能是否高于其他功能，从而达到监管此类及其他工具的目的，但这种做法既容易混淆，又非常复杂。

《2000年商品期货现代化法》

国会指示总统金融市场工作组对场外衍生工具市场进行调研，并向国会提出是否应当监管的建议。该报告于1999年发布，随后国会通过了《2000年商品期货现代化法》（*Commodity Futures Modernization Act of* 2000，CFMA）[②]，规定交易双方为成熟对手方的场外工具可豁免监管。所谓的成熟对手方包括

① 作者在掉期交易机构野村衍生产品部（Nomura Derivative Products）董事会任职。

② 参见 Pub. L. No. 106－544，114 Stat. 2763。

银行、投资银行以及其他金融机构、养老基金、大型企业和高净值个人等。“建议将此类交易排除在监管范围之外，主要依据是研究确定大部分场外金融衍生工具（例如利率掉期）受到操纵的可能性较小，并且与依赖中介机构来执行交易的较小的、非成熟的市场参与者相比，此类交易的对手方不需要相同的保护水平”①。

在商品期货交易委员会的领导层更迭后，该委员会决定放弃传统的规则法监管架构，改用境外十分流行的“原则”法制度。原则法监管是指通过宽泛的指令进行监管，这与证监会通过一系列漫长、复杂的监管进行微观管理的模式不同。《2000年商品期货现代化法》在它的规定中融入了原则法监管体制。此外，该法还建立了一个多级衍生工具市场，根据参与者的性质、所交易的商品以及交易的种类划分不同的层级，从而接受不同水平的监督。

监管最严格的等级为零售交易商所参与的传统合约市场。但即使对于这一等级，监管的性质也改为原则法体制，赋予交易所更大的运营控制权。根据这些原则，期货交易所在履行其自律职能时必须达到18个目标，包括预防价格操纵以及以最有竞争力的方式开展活动等要求。尽管如此，《2000年商品期货现代化法》给传统的“指定合约市场”（designated contract markets，DCMs）规定了一些烦琐的监管要求，而新兴的电子交易设施几乎不受监管。指定合约市场被要求继续与全国期货协会（National Futures Association，NFA）一起扮演自律机构的角色。指定合约市场与全国期货协会还必须加强它们的自律活动，因为纽交所和纳斯达克在设立金融业监管局（Financial Industry Regulatory Authority，FINRA）时已经这样做了。指定合约市场与全国期货协会成立了一个联合稽查委员会，负责协调监督和检查共有的会员期货经纪商②。

与《商品交易所法》类似，《2000年商品期货现代化法》希望将零售交易商局限在指定合约市场中，从而可以接受商品期货交易委员会的监督并享

① 参见 U. S. Department of the Treasury, *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*，第47页。

② 参见 Joint Audit Committee Operating Agreement。

受指定合约市场提供的自律保护。尽管如此，场外衍生产品已经扩展到了消费者市场。例如，位于纽约北部地区的能源公司纽约州电力与天然气公司（NYSEG）就提供一种“供电定价期权”，让消费者可以选择不同的电价方案，例如选择固定电价或浮动电价，后者可让消费者来赌该月的电价会下降。

《2000年商品期货现代化法》单独监管的另一个市场层级被称为“衍生交易执行设施”（Derivatives Transaction Execution Facilities，DTEFs），可以是“零售”DTEFs，也可以是“商业”DTEFs。此类设施受到的监管要弱于指定合约市场，但对于与指定合约市场相比具体有哪些监管不同并不完全明确。实际上，还没有任何交易平台被归入这一DTEF类别。

另外，《2000年商品期货现代化法》还对机构交易商所使用的电子交易设施豁免了大部分监管要求。此类设施被称为“豁免商业市场”（Exempt Commercial Markets，ECM）。豁免商业市场必须限制通过其电子设施执行的交易，仅允许“合格商业实体”之间买卖双方直接交易，即大型机构交易商之间的直接交易，包括买卖能源产品、金属、化学品和排放额度等“豁免”商品的对冲基金。豁免商业市场的发展十分迅猛，甚至开始抢占传统指定合约市场的市场份额。

境内交易所还面临来自境外交易所的竞争。商品期货交易委员会批准广泛的境外期货合约可在美国交易，许多都采用电子平台。商品期货交易委员会免除了境外经纪商的注册要求，唯一的条件是后者必须将其客户限制为美国境外的人。这些境外经纪商还必须以混合的方式通过美国期货经纪商交易，这属于一种附加要求。另一个突破是允许境外期货交易所在美国境内放置终端，以供美国交易商使用。这给期货交易所的传统场内交易员带来另一个层面的竞争，营造了一个全球性的交易环境。

次贷危机引发了人们对全球市场存在“挂钩”的担忧，而衍生工具在帮助建立“影子”银行体系上的作用也证明需要加强监管。针对这些担忧，2008年10月，商品期货交易委员会宣布它联合主持了一个国际证监会组织（IOSCO）工作小组，对全球商品市场进行调研，希望能确定是否需要额外的监管，以及应当采取何种形式的监管。

安然在线

安然引领着商品市场交易的电子化。1999年它推出安然在线，作为能源产品的网上交易平台。此交易系统由安然的天然气交易员路易莎·基钦（Louise Kitchen）开发，她用几个小时就说服了安然的同事与她合作开发这一系统。甚至在该平台上线前几周，负责安然交易活动的杰弗里·斯基林也不知道它的存在。安然在线为批发客户提供安然交易员发布的实时报价，该系统在交易中没有人机界面。作为交易报价和执行的委托人，安然具有极大的竞争优势，因为在公司之外没有任何人知道安然交易员利用报价差在交易中获利。

安然在线被《金融时报》授予“最成功商业投资决策”（Boldest Successful Business Investment Decision）奖。该交易平台几乎一产生就取得成功，且最终实际交易的商品合约种类超过2000种，支持15种货币。安然交易的产品包括美国交割的天然气和原油、天气衍生工具、木材、阿根廷天然气和荷兰的铝。2000年，安然在线执行了548000笔交易，总面值3360亿美元。在安然倒闭前，安然在线总共交易了价值8800亿美元的能源产品。

在最高峰时期，安然在线的日成交量约达28亿美元，这使它成为纽商所必须严肃对待的竞争对手，因为作为一个领先的能源衍生工具交易所，纽商所每日的能源合约成交量也不过130亿美元。2001年，安然在线完成了全美近1/4的能源合约交易，在其倒闭前赚取了30亿美元。那时，安然在线是全世界最大的在线能源交易平台。其他能源公司迅速复制了安然在线，包括达力智公司的Dynegy Direct。其他竞争对手包括迈朗公司（Mirant）、桑普拉能源（Sempra Energy）值信能源（Reliant Energy）、艾尔帕索（El Paso）和威廉姆斯公司（Williams Cos）。

安然倒闭后，安然在线被瑞银华宝（UBS Warburg）收购，改名为瑞银能源网（UBSWenergy. com）。但商品期货交易委员会不认可这一出售行为以及《2000年商品期货现代化法》的规定，它向休斯敦联邦地方法院起诉，认为安然在线是一家非法的期货交易所，因为它没有在商品期货交易委员会注册，

也没有通知商品期货交易委员会该交易平台可获得注册豁免。当然，或许除商品期货交易委员会外，行业内的每个人都熟知安然在线的存在，且知道它并未注册。地方法院在该案中作出了同意永久禁制令的裁定，安然公司同意支付3500万美元的民事罚金以和解此案，这剥夺了本来应归还给安然债权人的宝贵资金[①]。

能源市场的操纵

安然对电子交易的创新发展，暴露出交易商如何大肆滥用这些不受监管的市场。安然传奇中最臭名昭著的篇章之一，就是2000—2001年它在加州批发电力市场的“豪赌”。加州政府以令人不可思议的笨拙手法取消监管，让安然取得不正当的竞争优势。由于取消监管的试验失败，加州电力公司纷纷倒闭，安然利用这一制度漏洞攫取了巨额利润。电力系统故障让旧金山和其他加州城市陷入电压不稳甚至大规模停电。为了缓和局势，该州赤字飞涨，政治后果极其严重。州长格雷·戴维斯（Gray Davis）被选民轰下台，由“终结者”阿诺·施瓦辛格（Arnold Schwarzenegger）取而代之，但事实证明后者演戏要比当州长更专业，因为该州在次贷危机期间几近破产。

加州新的“去监管”结构漏洞如此之大，以致它其实是放任操纵，安然的交易员们很快“挺身而出”，通过一系列交易在加州电力市场攫取了13亿美元，安然给这些交易取了不同的代号，例如“胖小子”“死亡之星”“轮盘赌”“乒乓”“笨驴”和“矮子当道”等。安然倒闭后这些交易被公之于世，民众极为愤怒。当然，这也引来了刑事检察官。安然加州交易业务负责人杰夫·瑞奇特（Jeff Richter）认罪，承认从事赌博交易妨碍司法公正。另外两名安然交易员蒂莫西·贝尔登（Timothy Belden）和约翰·富尔内（John Forney）也同样认罪。这三名交易员在缴纳了较轻的罚款后获得两年保释，与杰弗里·斯基林的判决形成鲜明对比。获得宽宥主要是因为作为其认罪协议的一部分，贝尔登同意作证指控肯尼斯·雷和斯基林。贝尔登如约前往作证，

① *CFTC v. Enron Corp.*, Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶29, 811 (S. D. Tex. 2004).

揭露安然的交易员很清楚加州电力市场容易被操纵，并且贝尔登的交易员利用该市场的电力短缺攫取了近10亿美元利润。

但在证明存在操纵方面，司法部并不那么成功，最为虎头蛇尾的是值信能源案。司法部决定起诉值信能源及其四名交易员，指控他们在2001年关闭值信在加州五座发电厂中的四家，从而操纵加州电力市场。检方以为他们肯定胜诉，因为交易员对话的磁带录音显示他们为了限制供应而关闭发电厂，从而凭借电力交易获得更多利润。司法部长约翰·阿什克罗夫特（John Ashcroft）大张旗鼓地亲自宣布起诉这些被告，指控被告违反《商品交易所法》有关禁止通过虚假报告来操纵商品价格，即禁止散布谣言的规定。

加州某联邦地方法院准许值信案立案。尽管这是《商品交易所法》颁布以来的65年中，第二起依据禁止虚假报告规定提出的刑事起诉，但后来该地方法院发布了陪审指引并作出一项证据性裁定，导致政府难以证明其指控，第九巡回上诉法院也同时维持了该证据性裁定，迫使检方同意和解，最后以对值信能源罚款2200万美元了结。最不同寻常的是，他们在起诉后与被告签订了延后起诉协议，尤其是那份包含自然人被告并且提供了宽宥条款的协议。

即使在加州电力危机愈演愈烈时，能源交易商们还是对天然气市场进行了干扰，安然也仅仅是操纵市场的诸多企业之一。联邦能源监管委员会（FERC）发现，能源价格已经攀升至“异常”水平，并导致了电力价格飙升。调查发现，天然气价格上涨的“原因是交易机构编制的价格指数被操纵，天然气市场因而失灵，包括虚假的数据和对敲交易”[①]。对敲是“往返交易”的俚称，涉及同一交易商同时挂买单和卖单以提高成交量，从而让其他市场参与者误以为这些交易商是流动性好的大户。这些交易被《联邦能源监管委员会天然气市场报告》（*Inside FERC's Gas Market Report*）、《天然气日报》（*Gas Daily*）和《天然气情报》（*Natural Gas Intelligence*）等行业刊物报道。联邦能源监管委员会的工作人员发现，“虚假报告泛滥成灾”[②]。交易商还利用对敲

---

① 参见 *In re Western States Wholesale Natural Gas Litigation*, 408 F. Supp. 2d 1055, 1057 (D. Nev. 2005), *reversed and remanded on other grounds*, 2007 U. S. App. LEXIS 22760 (9th Cir. 2007)。

② 参见 FERC, “Price Manipulation in Western Markets”, 第 ES-6 页。

人为操纵价格，从而在实际的合同中收取更有利的价格。联邦能源监管委员会依据其天然气和电力监管权对这些交易商提起多项诉讼。

能源市场的动荡也引起了商品期货交易委员会的注意，尽管该委员会本着稳妥的立场，让其他部门来处理复杂的加州电力市场问题，但它仍对天然气市场引发的安然时代丑闻作出了反应，对多家大型能源公司采取执法行动。在这些案件中，它指控能源公司在广泛发行的行业刊物上发布对敲和虚假报告，构成了通过虚假报价进行操纵的企图。商品期货交易委员会还指控，尽管并无任何受监管的商品交易所牵涉其中，但提供给行业刊物的虚假报价仍构成操纵商品市场价格的企图。这让该委员会远远超出了过去以期货交易所为焦点的监管格局。

此外它还将单独指控虚假报告与“企图”操纵指控相结合，大幅扩展了有关操纵的传统概念。采用这种新策略是为了摆脱极其困难、常常无法完成的证明实际操纵困局，因为它必须证明：（1）交易商有人为操纵价格的具体意图，并且确实有所体现；（2）交易商有通过市场力量影响价格的实际能力；（3）人为操纵的价格确实存在；（4）交易商是价格操纵的始作俑者。[①] 依据商品期货交易委员会创新的操纵企图理论，它只需要证明有明显的行为（虚假报告）和操纵意图。对于后者，商品期货交易委员会认为，虚假报告指控只需要证明报告是虚假的并且是故意作出的即可[②]。

商品期货交易委员会以它新创造的理论起诉的第一个案件最终败诉[③]。某联邦地方法院法官还驳回了商品期货交易委员会指控向农业部提供虚假牛价报告的案件。虽然报告可疑牛价的动机是“可疑的”，但不能证明存在故意操纵。在这一点上，商品期货交易委员会甚至无法在法庭上证明任何一宗操纵案。但商品期货交易委员会确实说服陪审团采信壳牌燃气电力交易公司（Shell Trading Gas and Power Company）交易员安松尼·迪森纳（Anthony Dizona）在2001年10月至2002年6月期间八次企图操纵天然气价格，向《普氏

① 参见 Jerry W. Markham, “The Manipulation of Commodity Futures Prices”, 第281页。

② 参见 Jerry W. Markham and Lawrence Hunt, “The California Energy Crisis”, 第1页。

③ *CFTC v. Delay*, 2006 WL 3359076 (D. Neb. 2006).

能源资讯》（*Platts*）和《Intelligence Press, Inc.》等行业贸易刊物提供虚假报告，但陪审团驳回了虚假报告指控。商品期货交易委员会指控迪森纳伙同另外五位交易员传播电子邮件，相互指示如何按照有利于他们仓位的方式报告价格，但这五位交易员对相关指控提出和解。另外，审判法官撤销了陪审团的判决，且第五巡回上诉法院维持了审判法官的裁定。

商品期货交易委员会起诉安然在线交易员亨特尔·施维利（Hunter Shive-ly），指控后者企图操纵，他通过安然在线在15分钟内买入了大量的亨利港天然气现货合约，并且同意弥补协助该次操作的交易员的任何损失。某地方法院裁定该委员会胜诉。法庭注意到，历史上要实现操纵需要买入超过可交割供应量的多头期货合约，或买入全部现货供应，或两者结合。然而，法庭认定证明操纵企图不需要证明对相关现货市场的控制[①]。在法官作出裁定后，施维利向商品期货交易委员会支付了30万美元和解。

商品期货交易委员会对法律的修改并不是无害的官僚主义的过度干预。政府调查员对交易商的任何激进交易行为都将进行事后审查，这使得交易商处于危险境地。当然，这也会使交易商心生畏惧，这种情绪会令价格发现变得更糟，而非更好，换句话说，变得更高效，即《商品交易所法》的核心宗旨和商品市场最根本的政策支点。无论如何，这种单方面修改法律标准的策略十分成功，至少在该委员会看来如此。2002—2007年，商品期货交易委员会发起了39件起诉企图操纵和虚假报告的案件，收取和解费超过4.34亿美元。涉及的被告包括许多大型能源公司，涉及桑普拉能源的一宗案件历时10年左右，于2010年4月份以4.1亿美元和解。

司法部当然也不会放过这块肥肉，它联合商品期货交易委员会起诉全球能源巨头BP美国。政府指控BP在2003年4月企图操纵美国东北地区的居民和商业取暖丙烷市场，并且在2004年2月成功操纵了该市场。两部门的联合诉讼指控BP及其员工“随意控制市场”，让BP掌控价格并攫取巨额销售利润。最终BP同意向商品期货交易委员会支付1.25亿美元的罚款，并向丙烷

① *CFTC v. Enron Corp.*

用户退还5300万美元，成为该委员会历史上最大的操纵和解案。但这不过是司法部通过威胁刑事起诉进行讹诈的结果，因为后者会导致BP毁灭。司法部有关避免刑事起诉的要价包括额外支付1亿美元的罚款以及另外2500万美元的消费者欺诈基金。此外，BP还同意制定合规与道德规程，聘用独立的公司“监察员”来监督其交易活动。四名BP交易员因牵涉这些活动而被起诉[①]。某联邦法院驳回了对BP交易员个人的起诉，认定政府的法律理论不成立，政府提出了上诉。这印证了政府起诉BP的理由不堪一击，但后来由于在墨西哥湾的钻井平台爆炸，发生大规模井喷事故，BP陷入更加严重的问题。

司法部根据商品期货交易委员会的操纵企图和虚假报告理论提起多宗其他刑事案件。例如涉及艾尔帕索公司交易员多德·盖格尔（Todd Geiger）的案件，他承认向《联邦能源监管委员会天然气市场报告》提供有关艾尔帕索公司天然气交易的虚假信息。美林公司经纪人丹尼尔·戈登（Daniel Gordon）也承认与某些电力衍生工具交易有关的刑事指控，这些交易让安然获利5000万美元以实现1999年度的盈利目标，戈登巧妙的交易结构设计让他本人将数百万美元中饱私囊。

与商品期货交易委员会一样，司法部的主张在法院胜败不一，例如起诉BP交易员的案件就被驳回。联邦政府指控杜克能源（Duke Energy）交易员多德·雷德（Todd Reid）通过对敲增加自己的奖金并对他刑事起诉，但被陪审团宣告无罪。陪审团同时还宣告另一位杜克能源交易员蒂莫西·克拉莫尔（Timothy Kramer）的多项相同指控不成立，陪审团在其他指控上不能达成一致，但政府宣布将不会就这些指控重新起诉克拉莫尔。政府还允许杜克能源的另一位交易员布瑞恩·拉维乐（Brian Lavielle）撤回有关此交易的有罪供述，这些指控随后也被驳回。

达力智公司交易员米歇尔·瓦伦西亚（Michelle Valencia）因参与对敲而受到刑事指控，她提出主动自首，但检方仍在她的孩子面前逮捕了她，并带她示众。

① 作者在此案中担任顾问。

审理瓦伦西亚虚假报告案的地方法院裁定，《商品交易所法》虽然禁止虚假报告，但相关规定模棱两可，因此无效。该地方法院后来修改了意见，宣布有关虚假报告的要求仅部分违宪。第五巡回上诉法院维持了该规定的合法性，但政府对瓦伦西亚以及达力智公司另一位交易员格雷格·辛格尔顿（Greg Singleton）的虚假报告指控无法取得陪审团的支持。陪审团认定被告有电信诈骗罪，这说明现行有关欺诈的法律足以处理价格报告相关问题，无须歪曲其他法律来取得判决[①]。

艾尔帕索公司的四名交易员承认向行业刊物提供虚假价格报告，且在2008年2月的审理后，政府对艾尔帕索公司另外三名交易员的起诉也得以获胜，相关交易员被判有期徒刑十一年零两个月到十四年不等。艾尔帕索公司还涉及另一起安然时代的丑闻，公司将其石油和天然气储量多报了35%，这要求它重述过去五年的盈利，并扣减2003年和2004年的股东权益17亿美元。2008年，艾尔帕索公司及其部分高管与证交会达成和解，禁止公司再度出现此类行为，包括其前总裁在内的自然人被告同意支付4万~7.5万美元不等的民事罚金，而合计金额仅23.5万美元。荷兰皇家壳牌公司也有类似的行为，尽管涉案金额更小，但之前已经向证交会和英国监管部门支付了1.5亿美元罚款。对于这种差别待遇的原因无人提及。

联邦能源监管委员会的权力

《2005年能源政策法》（*The Energy Policy Act of* 2005）[②] 扩大了联邦能源监管委员会的权力，授权它采纳《1934年证券交易法》中的宽泛反操纵条款，而不是《商品交易所法》中禁止商品价格操纵这一更难证明的条款，从而打击操纵能源价格的行为。产生的问题是联邦能源监管委员会的管辖权是否延及商品期货市场的交易，因为商品期货交易委员会对该市场一直具有专属管辖权。2005年10月，商品期货交易委员会与联邦能源监管委员会签署了谅解备忘录，明确了在期货合约可能涉及能源价格操纵时，这两个机构各自

---

① 参见 *United States v. Valencia*, 2006 WL 3716657 (S. D. Tex. 2006)。

② 参见 Pub. L. No. 109 -58, 119 Stat. 594 (2005)。

的职能。根据该谅解备忘录的规定，两机构同意相互通报各自管辖范围内的其他潜在违规行为，联邦能源监管委员会还获准在必要时查阅商品交易所提供的调查相关信息。

这份谅解备忘录的真正意义，在于联邦能源监管委员会和商品期货交易委员会监管行动的双重惩罚性。例如，商品期货交易委员会与联邦能源监管委员会同时起诉能源转让基金（Energy Transfer Partners），指控后者在天然气现货交易中违反两机构所负责的反操纵法律条款。无人知道为什么要两家政府机构同时对同一家公司的同一个行为起诉，尤其是考虑到政府机构总是声称它们没有足够的资源来履行职责。

尽管有这份谅解备忘录，两家机构之间的管辖矛盾仍因一个大案爆发。32 岁的布利安·亨特（Brian Hunter）是大型对冲基金不凋之花顾问公司（Amaranth Advisors）的交易员，2006 年 9 月他因能源产品交易在一周内损失了超过 60 亿美元。由于不凋之花顾问公司的能源交易部是几位前安然交易员在安然倒闭后成立的，公众一直紧盯着这一损失[①]。不凋之花顾问公司的能源交易部取得了一些绚烂的成功，利用卡特里娜飓风和丽塔飓风后的有利契机，通过天然气深度虚值期权（行权价格远远偏离现行市场的期权）赚取了巨额利润。此外，该公司在 2005 年还通过天然气能源掉期赚取了巨额利润。但 2006 年，不凋之花顾问公司的观点发生急剧转变，对市场的展望由牛市转向大熊市。为了实施这一策略，不凋之花顾问公司贡献了 2007 年 1 月纽商所近 70% 的未平仓天然气期货合约头寸。当时它做空了 10 多万张天然气期货合约，一个百分点的变动将导致其仓位发生 1000 万美元的损失。

最初，不凋之花顾问公司的做空策略十分成功，在 2006 年 4 月时获利 10 亿美元。但后来市场的走向与公司预料的相反，导致它发生巨额损失。不凋之花顾问公司的仓位开始引发监管部门的注意，纽商所迫使公司减持在该交易所的仓位，但它利用监管套利的手法，直接将其头寸转到洲际交易所

① 参见 U. S. Congress, Senate Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, "Excessive Speculation in the Natural Gas Market"，第 110 届国会第一次会议，2007 年，第 58 页。

(ICE）的非受监管市场。洲际交易所是一家位于乔治亚州亚特兰大的电子交易所，属于豁免商业市场，当时已经成为买卖期货和场外能源衍生工具合约的主要全球市场。洲际交易所由杰弗里·斯普雷彻（Jeffrey Sprecher）于2000年创立，最初是一家能源衍生工具的电子交易市场，它很快取得了成功，并在安然倒闭后取代了安然在线的地位。洲际交易所背后有几家大型能源公司和金融机构支持，包括荷兰皇家壳牌公司和高盛。

洲际交易所在纳斯达克上市，其成长非常迅速。它收购了伦敦的国际石油交易所（International Petroleum Exchange)，将这家在行业领先的公开叫价石油产品市场改造为一家电子化交易市场。洲际交易所旗下的美国洲际期货交易所是受《商品交易所法》监管的指定合约市场，因此也从事零售业务。洲际交易所使用该市场来提供软商品、外汇和股票指数交易。它旗下的欧洲洲际期货交易所是受伦敦金融服务局（FSA）监管的“认可投资交易所”。洲际交易所在伦敦的市场提供销售和营销服务，此外也受英国金融服务管理局监管。欧洲洲际期货交易所占据全球原油期货交易的半壁江山，其他境外商品交易所的成交量也超过了美国。

2007年，洲际交易所以18亿美元的对价收购了纽约商品交易所（NY-BOT)。纽约商品交易所之前已经收购了纽约期货交易所（New York Futures Exchange)，后者是纽交所进军期货市场失败的产物。洲际交易所当时经营着纽约棉花交易所（New York Cotton Exchange)、金融工具交易所（Finex)、咖啡、糖和可乐交易所（Coffee, Sugar, and Cocoa Exchange）以及温尼伯商品交易所（Winnipeg Commodity Exchange)。洲际交易所宣布它将在2008年关闭这些交易所的绝大部分大厅交易，这使得公司股价急剧飙升，迫使竞争对手也纷纷关闭过时的交易大厅。

洲际交易所认为自己免受商品期货交易委员会的监管，在美国以豁免商业市场的方式经营面向机构交易商的电子交易平台。但由于能源价格暴涨，加上不凋之花顾问公司的交易规模暴露，洲际交易所成为监管部门担忧的焦点。最终，不凋之花顾问公司的监管套利不再奏效，市场的变化继续对其不利，它在遭受了巨额损失后于2006年9月平仓。后来，商品期货交易委员会

与联邦能源监管委员会分别起诉不凋之花顾问公司及其两名交易员，指控他们操纵能源价格。如地方法院在商品期货交易委员会一案中指出的：“不凋之花顾问公司因为同一行为，被两家联邦监管机构依照两个不同的管辖权提起了两宗不同的诉讼。”①

不凋之花顾问公司主张，商品期货交易委员会对期货市场的操纵指控享有专属管辖权。但联邦能源监管委员会声称其依据《2005 年能源政策法》享有的新管辖权不受限制。地方法院法官尽管对被告的窘况表示有些同情，但拒绝撤销联邦能源监管委员会的诉讼。对于商品期货交易委员会与联邦能源监管委员会提出的另一件重复诉讼，另一家联邦地方法院作出了类似的裁定。后来，不凋之花顾问公司与联邦能源监管委员会的工作人员达成和解，但被该委员会以过于宽大为由拒绝。2009 年 8 月，不凋之花顾问公司同意支付 750 万美元与联邦能源监管委员会和商品期货交易委员会和解，而人们以为必然会最先出手的证交会却最终决定不起诉不凋之花顾问公司。

更多监管

2006 年 4 月 17 日，原油价格达到每桶 70 美元，后来更跳升至每桶 75 美元，加油站油价超过每加仑 3 美元。油价暴涨引起了整个经济的大震荡，在石油公司报告它们赚取了成百上千亿美元的利润后，征收暴利税的要求也呼之欲出。后来，国会授权联邦贸易委员会（FTC）调查炼油企业、大型批发商和零售商是否参与了“哄抬价格”。国会还指示联邦贸易委员会调查全国的汽油价格是否因炼油产能减少或其他形式的市场操纵而人为提高。在 2006 年 5 月 22 日出具的报告中，联邦贸易委员会表示它并未发现存在非法市场操纵导致油价上涨的情况，但确实发现了 15 起最初看来属于“哄抬价格”，但其实可以用地区或当地市场趋势等其他因素解释的例子。

联邦贸易委员会的报告还指出，任何有关汽油哄抬价格的联邦立法都不可取，可能给消费者带来更多的问题。该报告进一步指出，汽油零售价格应

① 参见 *CFTC v. Amaranth Advisors*, LLC, 2007 U. S. Dist. LEXIS 80978 (SDNY 2007)。

当交由市场竞争来决定。原油价格在2008年继续攀升，证明市场趋势是向上的。油价的持续上涨促使国会在2008年夏季举行听证会，听取有关禁止原油投机的议案。《华尔街日报》的一篇社论指出，国会上一次试图禁止商品投机是1958年禁止洋葱期货交易的洋葱法案，由众议员杰拉德·福特（Gerald Ford，共和党—密歇根州）提出，但对引发国会怒火的洋葱价格疯狂波动毫无作用。事实上，一项经济研究发现价格在这项仍然生效的禁令颁布前反而更加稳定。

2008年成立了一个部际工作小组，由商品期货交易委员会主持，成员包括来自能源部、农业部、财政部、美联储、联邦贸易委员会和证交会的代表，负责研究推动原油价格上涨背后的因素。2008年7月22日，该工作小组发布了第一份报告，认为2003—2008年的油价上涨主要归因于供需关系，而不是投机炒作。同期原油期货市场的规模大幅增长，但这个部际工作小组并未发现有证据支持投机活动系统性地决定了油价变化的观点[①]。该工作小组还确认，油价上涨的明显原因是供求关系失衡。

这并不能令国会议员满意，他们继续将商品价格的暴涨归咎于不明身份的投机者。2009年7月，奥巴马政府任命的商品期货交易委员会负责人决定重写历史，宣布部际工作小组的这份研究报告是错误的，投机者对于2008年能源市场的波动起到了重要作用，终于为国会提供了支持。2009年7月7日，由于价格开始再次上升，欧洲监管机构与商品期货交易委员会宣布计划限制原油市场投机。参议员卡尔·莱文（Carl Levin，民主党—密歇根州）认为洲际期货交易所在欧洲伦敦的交易商对西得克萨斯轻质原油价格造成了不正常影响，希望将此作为监管伦敦洲际交易所的铺垫。商品期货交易委员会驳斥了这一观点，它确定纽商所的交易商对该价格的影响最大。

国会意外地授权联邦贸易委员会起诉批发石油市场的虚假报告和市场操纵行为，为此国会通过了《2007年能源法》[②]。这意味着现在有三家机构直接

① 参见 *Hunter v. Federal Energy Regulatory Commission*, Comm. Fut. L. Rep.（CCH）¶ 30, 744（D. D. C. 2007）。

② 参见 Interagency Task Force on Commodity Markets, "Interim Report on Crude Oil"。

负责打击能源市场的操纵交易：商品期货交易委员会、联邦能源监管委员会和联邦贸易委员会，此外由司法部负责刑事起诉。联邦贸易委员会提议禁止期货和现货市场操纵的做法，进一步加剧了监管职责的重叠，因为期货市场是商品期货交易委员会的监管领域。此外，联邦贸易委员会还采纳了联邦能源监管委员会和证交会的反操纵规则，而不是商品期货交易委员会的规则。为了不被边缘化，商品期货交易委员会在2009年要求国会授予它对违反《商品交易所法》的人自行提出刑事起诉的权力，这将是一个独特的权力，因为司法部目前是唯一拥有此权力的部门。

指数交易商

1998—2008年，期货交易的成交量增长了五倍，这部分归功于“指数”交易商。他们长期持有商品期货被动仓位，使用高盛商品指数（GSCI指数）、道琼斯—AIG商品指数（DJ-AIG指数）和德意志银行指数的指数交易商总持仓量估计超过2000亿美元。这包括部分养老基金和退休基金，它们希望通过被动投资在期货交易所上市的商品市场指数，将商品价格投资作为其投资组合多元化策略的一部分。

商品期货交易委员会对这种指数交易有所警觉，但不清楚为什么。指数化投资仅仅是一个资产类别的多元化。关注长期走势的指数交易商似乎只是简单地遵从公认的现代投资组合多元化策略。该理论认为，资产多元化的投资组合所带来的收益，高于良好的选股或商品种类选择（如本例中）。

当然，指数交易增加了交易所的未平仓头寸，现有合约到期时将要求更大规模的合约展期，但过程似乎进行得非常顺利[①]。尽管如此，随着商品价格的暴涨，指数交易遭受的怀疑越来越大。

2008年9月，商品期货交易委员会对指数交易商进行的调查发现，并无确凿的证据证明长期商品指数交易商的交易带来任何负面影响，并且商品期货交易委员会无法得出结论认为是这些交易商推高了价格。事实上，似乎在

① 参见Pub. L. No. 110-140，121 Stat. 1492，第811-815段。

价格上涨时，指数交易商已经减持了仓位。尽管如此，2009年6月，一个参议院委员会指控指数交易商使用农产品价格对冲操纵干扰市场。

有趣的是，商品期货交易委员会首席经济学家的研究发现，过去15年来，商品投资与股票投资收益之间的相关性并未发生显著变化。这些资产类别的相关性极低，且被动投资这两个资产类别的收益率在过去五年内为负[1]。商品期货交易委员会还将其注意力转向允许小户投资者投资商品价格的交易所交易基金（ETF），尤其是黄金ETF。随着黄金和其他商品价格的暴涨，这些基金一夜之间收到投资者追捧。但奥巴马政府下的商品期货交易委员会对ETF的单种商品投机仓位进行限制，遏制了这一交易。为了遏制能源价格上涨，国会提出的方案是提高商品交易所能源期货交易商的保证金要求。批评者指控这将迫使交易商转入不受监管的市场，从而降低了期货市场交易的透明度。

安然漏洞

每次丑闻爆发后政府就会推出更多监管，不凋之花顾问公司倒闭后也不例外。商品期货交易委员会要求商品期货市场的大户报告其在豁免市场的交易以及在受监管市场的交易。此外，商品期货交易委员会还研究了是否要监管那些向利用其设施的交易商提供非独立研究的掉期交易商。也许，商品期货交易委员会预计证券行业的金融分析师丑闻将会重演，尽管它一直在努力寻求监管被《2000年商品期货现代化法》豁免的市场。

2008年9月11日，商品期货交易委员会宣布它正考虑要求掉期交易商报告其头寸，从而达到监管掉期市场参与者的目的。为了维持免受指定合约市场监管的条件，掉期交易商将被要求在客户头寸达到一定的大户交易报告门槛时报告。根据商品期货交易委员会的方案，掉期交易商还将必须证明其客户未超过投机限额。来自国会和媒体的压力迫使商品期货交易委员会更积极主动的发挥作用。但由于预算不足，商品期货交易委员会在扩大其监管职能

---

① 参见 CFTC Staff Report on Commodity Swap Dealers & Index Traders with Commission Recommendations。

上先天不足。证交会的预算在2008年已经增加至9.06亿美元，而商品期货交易委员会仅获得1.12亿美元。

2007年，总统反企业欺诈行动小组的报告称，政府在过去五年对期货相关操纵和欺诈行为处以了超过23亿美元的罚款。商品期货交易委员会是打击市场参与者并处以创纪录民事罚金水平的主要机构之一。商品期货交易委员会在能源市场操纵案件中处以的民事罚金超过3.4亿美元。但政府问责局（GAO）2007年一份有关能源市场衍生工具交易的报告质疑商品期货交易委员会的监管能力[①]。商品期货交易委员会试图通过广泛的能源市场交易研究来捍卫自己的地位，它要求国会赋予其对豁免商业市场行使更大的监管权力[②]，此外它还扩大了对豁免商业市场的报告要求。

豁免商业市场的豁免条款经常被称为是“安然漏洞”“安然豁免”，因为它是安然在最后一刻通过游说加入到《2000年商品期货现代化法》中的，以使其受欢迎的电子交易平台安然在线免受监管。安然丑闻爆发后，这一豁免条款受到了质疑。洲际交易所利用豁免商业市场的豁免条款，设立了一个成功且不受监管的机构交易市场，但对这些市场监管的缺失也引起许多人的质疑。

施加额外的监管也可能会将这些市场推向境外。洲际交易所现有的豁免商业市场型机构交易平台属于电子交易所，不依赖任何特定的设施或地点，可以不费吹灰之力从亚特兰大迁移到伦敦或世界上任何其他地方。将豁免商业市场转移到伦敦将受到英国金融服务局的监管，而至少在次贷危机前，后者的监管力度要远远弱于美国监管部门。商品期货交易委员会承认这一漏洞，2008年6月，它要求英国金融服务局对通过欧洲洲际期货交易所交易的石油交易商实施投机仓位限制，因为很多交易是在美国加强监管审查后转移至欧洲的。

面对消费者对能源价格暴涨的关注和不满，国会通过《2008年商品期货

① 参见CFTC Study，“Commodity and Equities”。

② 参见GAO，“Commodity Futures Trading Commission: Trends in Energy Derivatives Markets Raise Questions About CFTC's Oversight”。

交易委员会再授权法》中包含的修正案堵住了安然漏洞。该修正案的正式名称为《2008年粮食、水土保持及能源法》（*Food*，*Conservation*，*and Energy Act of* 2008）第十三章（农场法案），于2008年5月22日通过但被总统否决，由于秘书的疏忽，法案中的一个章节在乔治·沃克·布什（小布什）总统否决的版本中被无意漏掉了。国会略感尴尬，然后表决将完整版本的立法提交总统，2008年6月18日，在总统第二次否决该立法后被再次通过。

《农场法案》中有关安然豁免条款的修正案简称“洲际交易所修正案”，因为正是不凋之花顾问公司的监管套利引发了对该交易所能源合约交易的担忧。尽管毫无用处，洲际交易所的支持者仍辩称这种监管完全没有必要，他们指出不凋之花顾问公司的清算过程十分顺利，该案没有任何一点表明需要额外的监管。新修正案希望通过让豁免商业市场接受商品期货交易委员会的仓位限制，以及落实记录保存要求和大客户报告制度，堵住安然豁免的漏洞，因为商品期货交易委员会认定豁免商业市场在交易“重大价格发现合同”（SPD）。重大价格发现合同是指在豁免商业市场交易，但与受监管合约市场交易的合约存在价格关联的合约，或在标的商品的价格交易中用作重大价格参考的合约。

洲际交易所修正案要求商品期货交易委员会监督重大价格发现合同的交易，实际上是按照与受监管合约市场相同的方式，对提供重大价格发现合同交易的豁免商业市场进行监管。豁免商业市场必须遵循九条核心原则，包括要求豁免商业市场采取措施防止价格操纵，按要求向商品期货交易委员会提供信息，采纳实施投机仓位限制的规则，以及公布有关重大价格发现合同的每日价格和成交量信息。在豁免商品交易所买卖重大价格发现合同的大户也必须向商品期货交易委员会报告其交易。该法将违法操纵市场的最高民事罚金提高到了100万美元，同时将这种违法行为的最高刑罚提高到十年有期徒刑。

尽管有了洲际交易所修正案，对《2000年商品期货现代化法》下放松监管的批评者继续指控安然漏洞未被完全堵住，特别是通过美国境内的电子终端在境外交易所交易仍然不受监管。此外，批评者还指控《农场法案》错误

地将证明合约是否满足重大价格发现合同条件的责任赋予商品期货交易委员会。针对这些顾虑，众议院推出了《预防不正当操纵价格法》（PUMP）。该法如果通过，将要求所有在美国境内签署的美国交割能源合约在受商品期货交易委员会监管的美国合约市场交易。此外，它还禁止能源产品的场外掉期合约。

华盛顿的政客们继续指责投机者导致了商品和能源价格的攀升，他们主要以民主党国会议员为首，希望采取一切监管手段，并批评商品期货交易委员会不努力阻止狂飙的商品价格。约瑟夫·李伯曼（Joseph Lieberman）参议员（民主党—康涅狄克州）试图禁止大型金融机构参与商品市场交易。这似乎太过荒诞，因为这些市场长期以来存在的理由就是机构通过它们来确立商品价格，从而对冲其商品价格风险。然而这一市场也有它的拥护者，极端自由主义派参议员理查德·杜尔宾（Richard Durbin，民主党—伊利诺伊州）希望停止一切阻碍期货交易的措施——考虑到他的主要选区在芝加哥，而期货交易是当地的支柱产业之一，这也就毫不奇怪了。

2008 年上半年，国会就一路飞涨的原油价格举行了 40 多场听证会，提出了几十个打击投机的议案。但这种坐立不安却于事无补，玉米价格在 2007 年 6 月 11 日超过每蒲式耳 7 美元，创下新的纪录。由于史无前例的暴雨摧毁了中西部地区大片的作物，小麦和大豆价格也大幅跳升。同日，原油价格每桶上涨超过 5 美元，但这并不是价格上涨的终点。一年后的 2008 年 7 月 2 日，原油价格以 143.57 美元收盘，汽油价格超过每加仑 4 美元。就在达到这一令人咋舌的顶峰后不到 6 个月内，由于消费下降和库存上升，原油价格已经跌至每桶不到 100 美元的水平。

商品市场的电子通信网络

大厅里人声鼎沸的公开叫价，一直是人们对芝加哥期货交易所运作方式的认知。但现在情况已经发生天翻地覆的变化，将很快让这种画面成为历史的记忆。随着衍生工具交易转向电子通信网络，由计算机通过算法进行交易撮合，交易大厅正在快速消失于历史中。与证券交易所一样，电子通信网络

之间的竞争也迫使期货交易所去共同化，进行整合并降低交易大厅的作用，同时扩大自身的电子执行设施规模。

计算机技术面世后，由于交易所需要在次日开盘前完成所有交易的撮合与清算，商品期货行业很快就接受了其清算过程的计算机化。但在《1974年商品期货交易委员会法》通过前，根本没人想过交易大厅的计算机化问题[1]。该法要求商品期货交易委员会研究计算机在促进行业交易方面所能发挥的作用。1977年，商品期货交易委员会就此举行了一次会议，提交的报告中包含了对交易大厅公开叫价系统低效性的批评。

但这种批评对期货交易所毫无影响。行业领袖人物、芝加哥商业交易所高级官员利奥·梅拉梅德（Leo Melamed）在阅读量极大的《霍夫斯特拉法律评论》（*Hofstra Law Review*）上发表了一篇激情昂扬的文章，捍卫公开叫价交易[2]。梅拉梅德辩称，交易大厅所生成的信息提高了价格的效率，通过现场交易为市场提供了流动性。为大厅交易辩护的理由今天仍被广泛引用，现场交易的喧嚣与激情带来生理刺激，激发了交易商们冒险的愿望。事实上，与其他交易商相比，大厅交易员的时间和地点优势就是其主要吸引力。

就在期货交易所为其大厅业务辩护的同时，随着交易量的不断扩大，批评也越来越多。流行金融产品的交易厅人满为患，在成交量高峰时段，执行时间屡屡被延迟。容量限制成为市场使用者面临的一个紧迫问题。美林期货董事长约翰·康希雷（John Conheeney）在1984年指出，“业内人士都认为系统正在崩溃，但我们并未看到任何切实的解决方案，这才是问题最严重的地方”。康希雷称，仅仅按照当时交易所的计划，增加交易大厅的空间无法解决问题。尽管如此，他仍强调“暗箱式”的计算机交易“缺乏市场机制正常发挥作用所需关键的人力因素”。与梅拉梅德一样，他认为对于价格的确定，由交易商之间的眼神交流和关系构成的“大厅思维”与市场技术以及供求基本面同样重要[3]。

---

① 参见CFTC，“Market Growth Trader Participation and Pricing in Energy Futures Markets”。

② 参见Pub. L. No. 93-463, 88 Stat. 1389。

③ 参见Leo Melamed，“The Mechanics of a Commodity Futures Exchange”，第149页。

面对自动化的趋势，期货交易所继续掩耳盗铃。延长交易时段的要求不断增加，但大厅交易员的体力仅支持有限数量的交易时段，因此交易大厅开放的时间很短。全球事件对市场的影响往往会在收市后发生，而交易员在次日开市前无法处理。因此，他们希望能够在正常交易时段外继续交易。对延长交易时段的要求，促成了1984年芝加哥商品交易所（CME）与新加坡国际货币交易所（Singapore International Monetary Exchange，SIMEX）之间建立链接，从而可以晚上在新加坡国际货币交易所下单委托，次日或同日稍后在芝加哥商品交易所对应交割。SIMEX链接是计算机化执行的替代方式，但在覆盖的商品种类上有限制，并且与芝加哥商品交易所会员的大厅交易操作挂钩。

1984年，前美林公司高管成立了国际期货交易所（Intex），这是全世界第一个计算机化的商品交易所。国际期货交易所的住所地位于百慕大，这是为了避免美国商品期货交易委员会的监管，尤其是为了避免向商品期货交易委员会申请合约市场地位上的延误。国际期货交易所提供黄金和其他商品的期货交易，交易清算通过伦敦国际商品清算所完成。尽管国际期货交易所不是特别成功，但它为未来发出了信号。

电子交易姗姗来迟

由于收市后的交易需求持续增加，1987年，芝加哥商品交易所推出夜间时段的公开叫价交易，但响应的人很少。1989年，芝加哥商品交易所宣布委托路透控股（Reuters Holdings）开发一个名为环球交易所（Globex）的计算机化交易系统，根据交易大厅关闭后的时间和价格撮合买卖指令。针对Globex系统，芝加哥商品交易所宣布它正开发自己的计算机化交易系统奥罗拉（Aurora），将与Globex竞争，不会对正常时段工作的大厅交易员造成威胁。然而奥罗拉系统从未真正落地，芝加哥商品交易所最终加入了Globex。

1989年，更多的电子交易压力接踵而来，联邦调查局针对芝加哥商品交易所和芝加哥商品交易所开展大规模的蜂螯行动，揭开了十分普遍的欺诈和可疑交易活动。与以前一样，政府过于热衷于起诉芝加哥蜂螯行动中涉及的交易员。他们被软禁起来，并且被威胁如不举报其他交易员将被判处长期徒

刑。许多被起诉的交易员坚持审判，最终结果政府胜败参半，但也取得了多份有罪供述。

联邦调查局蜂螫行动发现的这些行为，可能是交易大厅的一种过时交易手法，涉及拥有大厅经纪人和大厅交易员“双重身份”的人（“现场人”），但对于掩盖这些活动的手法并没有充分的审计线索。前参议员（曾经竞选副总统）托马斯·伊格尔顿（Thomas Eagleton）指控芝加哥商品交易所充满利益冲突，然后从该交易所董事会辞职，一度成为新闻热点。他建议使用可提供更好审计线索的电子交易系统代替交易大厅。

“芝加哥蜂螫行动”（Chicago Sting）并未停止商品交易所大厅的乱象。纽约郡地方检察官罗伯特·莫根瑟（Robert M. Morgenthau）在2008年起诉了纽商所的七名交易员。纽商所大厅交易员史蒂夫·卡尔维拉斯（Steven Karvellas）承认重罪指控。他任职于纽商所董事会、高管委员会，并担任纽商所合规委员会主席，但一直按客户委托的相反方向执行交易，参与欺骗客户的其他欺诈活动。

Globex的市后交易限制导致它难以盈利，芝加哥商品交易所在1994年停止了该系统，用自己的项目A取代，这是一个从未真正发挥作用的电子系统。1997年，芝加哥商品交易所开设了新的交易大厅，据称要采用最新的技术，但该交易所依然专注于大厅公开叫价式交易。新的创新也不断涌现，大厅经纪人使用“电子秘书”（Electronic Clerk）和“新手”（Cubs）设备，在大厅内接收电子委托，减少通过电话秘书和“驳脚经纪”（runners）将客户委托以书面形式送入大厅，或者通过手势信号将委托“闪发”（flashing）给大厅经纪人的需求。但随着境外交易所逐渐转向全电子化，这些努力面对竞争变得软弱无力。

来自境外的竞争

芝加哥期货交易所和芝加哥商品交易所在全球期货和期权市场的份额不断下降，从1987年约占全部期货交易量的75%降至1992年的不到50%。来自境外新交易所的竞争十分激烈。“（美国的）交易所一直在输给大约50家来

自美国境外的商品交易所，其中约有一半是在1985年以后成立的。银行和其他机构投资者之间的场外交易也随着其衍生品业务而快速增长。"[1]

伦敦国际金融期货交易所（London International Financial Futures Exchange，LIFFE）就是冉冉升起的境外交易所之一，它于1982年开业，最初采用的是芝加哥模式，即以公开叫价方式来执行交易。1989年，德意志交易所与瑞士证券交易所合资的德意志期权期货交易所（现名欧洲期交所）开设了一个与之竞争的全电子化交易所。讽刺的是，直到20世纪80年代，期货交易在德国都尚未合法化，之前的法律一直将期货合约视为非法赌博，直到美国经纪商成功说服德国修改法律后才得以改变[2]。

在德国国债期货（全世界交易量最大的金融工具之一）交易上，欧洲期交所赛过了伦敦国际金融期货交易所，证明电子交易可以成功胜过大厅公开叫价交易。1997年初，伦敦国际金融期货交易所在德国国债期货市场的份额约为65%，但短短两年内，所有交易量都转移到欧洲期交所。后来，伦敦国际金融期货交易所放弃了公开叫价交易，成为一个全电子化的交易所。

芝加哥商品交易所与伦敦国际金融期货交易所建立了联合清算链接，加入了与欧洲期交所的竞争，但未能挽救后者公开叫价交易的颓势。"1998年4月，法国巴黎证券交易所下属的国际期货交易所（MATIF）尝试同时提供电子交易和公开叫价交易服务。一个月后，大部分交易都转移到计算机上，交易大厅也被关闭。"[3]

面对电子化竞争，芝加哥的交易所总要慢上半拍，但到20世纪末，甚至公开叫价交易最坚定的支持者梅拉梅德也完全变节。1999年5月，他在纽约的一次行业大会上为这次变节敲响了警钟。梅拉梅德将美国在期货交易中市场份额的下降归咎于监管架构，但他也指出："如果期货交易所不快速接受最

---

① 参见H. J. Maidenberg，"Futures/Options：Automation in Trading"，《纽约时报》，1984年12月10日，D4版。

② 参见Barnaby J. Feder，"Chicago's Exchanges Look Toward an Electronic Salvation"，《纽约时报》，1992年11月29日，板块3第5页。

③ 参见William P. Rogers and Jerry W. Markham，"The Application of West German Statutes to United States Commodity Futures Contracts"。

新的技术和竞争需求……那么我们交易所的末日可能就会到了。”[1] 面对电子化的威胁，芝加哥的交易所仍然动作迟缓，它们开始竭力与境外电子化市场建立链接，希望保住剩下的业务。芝加哥商品交易所宣布与巴黎的法国国际期货交易所（MATIF）建立链接，后来后者与新加坡国际货币交易所合并。

美国国债期货是芝加哥商品交易所交易量最大的合约品种，也是全世界交易最活跃的期货品种之一。电子化竞争对手开始挑战芝加哥商品交易所在美国国债期货市场的垄断地位。纽约棉花交易所兼并咖啡、糖、可乐交易所，成立了纽约商品交易所（NYBOT）。1998 年，它与纽约政府证券交易商坎托菲茨杰拉德公司（Cantor Fitzgerald）合资设立了坎托金融期货交易所（CFFE）。这是一个电子期货交易所，与芝加哥商品交易所的大厅交易员进行竞争。面对这一威胁，芝加哥商品交易所很快宣布它将自行开设这些合约的电子市场。坎托金融期货交易所以完全交互式的电子交易平台作为回应，但在挑战芝加哥商品交易所的垄断地位上效果不佳。

2001 年，多家大型华尔街投资银行投资成立了一个电子期货市场，被称为 BrokerTec 期货交易所（BrokerTec），加入挑战芝加哥商品交易所的美国国债期货垄断地位的行列，但也未特别成功。尽管如此，来自电子化的竞争促使欧洲期交所与芝加哥商品交易所建立了全球战略联盟，由欧洲期交所的电子交易平台取代芝加哥商品交易所的项目 A 电子系统。但随着大量美国国债期货合约从后者的大厅公开叫价转到前者的电子交易系统，全球战略联盟出现裂痕。

对于是否要继续维持公开叫价交易，芝加哥商品交易所也是左右为难。围绕该所主席职务的竞争异常激烈，核心问题就是现任主席帕特里克·雅伯（Patrick Arbor）支持与欧洲期交所联盟，而不是升级项目 A，同时提供电子交易和公开叫价交易。该所“地球是平的协会”领导人大卫·布雷南（David Brennan）赢得了选举。表决之后，欧洲期交所通知芝加哥商品交易所如果使用项目 A 而不是前者的交易平台，它将废除双方的全球战略联盟。1999 年 1

---

[1] 参见 David Barboza, “In Chicago's Trading Pits, This May Be the Final Generation”,《纽约时报》, 2000 年 8 月 6 日，板块 3 第 1 页。

月，芝加哥商品交易所的会员投票表决拒绝了与欧洲期交所的全球战略联盟。同月，欧洲期交所取代芝加哥商品交易所成为全世界成交量最大的期货交易所。

1999年5月，在经过又一轮内部权力斗争后，芝加哥商品交易所董事会表决恢复与欧洲期交所的对话。同年6月，芝加哥商品交易所会员再次就该问题表决，并以绝对多数通过了与欧洲期交所的联盟。2000年4月，芝加哥商品交易所再次陷入权力斗争，布雷南成功地赶走了在芝加哥商品交易所工作20年之久，并且支持与欧洲期交所联盟的总裁兼首席执行官托马斯·多诺文（Thomas Donovan）。后来，芝加哥商品交易所宣称电子交易的手续费要远高于公开叫价交易的手续费，希望借此阻挡欧洲期交所电子交易的成功之路。

2000年12月，尼古拉斯·纽鲍尔（Nickolas Neubauer）在芝加哥商品交易所主席选举中击败布雷南，与欧洲期交所的全球战略联盟再添变数。欧洲期交所和芝加哥商品交易所的关系继续麻烦不断，联盟的条款也得以重新谈判。但这仍未能让芝加哥商品交易所满意，它转向与经营 LIFFE Connect 电子交易系统的 Euronext. liffe 合作，使用后者开发的平台代替欧洲期交所的电子交易平台。

与此同时，欧洲期交所已经成为芝加哥商品交易所的竞争威胁。在2000年8月推出欧洲期交所的电子交易平台前，芝加哥商品交易所仅约22%的美国国债期货以电子方式执行。在推出欧洲期交所电子交易平台后，这一比例上升到45%，最后更达到了80%。2003年1月10日，欧洲期交所宣布计划成立美国期货交易所（USFE），针对芝加哥商品交易所最拿手的美国国债产品、期货和期货期权，在美国与后者正面竞争。但美国期货交易所在挖取芝加哥商品交易所的市场份额上并无明显建树，为此它对芝加哥的交易所提起反垄断诉讼，指控它们集体串谋，不正当地妨碍美国期货交易所的竞争①。

---

① 参见 Leo Melamed, "Futures Markets in the Digital Century"。

竞争与整合

未来通信公司（FutureCom）率先向商品期货交易委员会申请纯互联网合约市场地位。其他的电子化期货交易所也相继出现，包括芝加哥期权交易所期货交易所（CBOE Futures Exchange）、对冲街公司（HedgeStreet）、NQLX 和芝加哥个股期货交易所（OneChicago）等。美林、摩根大通、德意志银行和美国银行等多家大型银行和金融机构计划成立一家新的交易所，与芝加哥商品交易所进行竞争，但此计划似乎被次贷危机推迟（如果说没有被废止）。

场外衍生工具市场也在继续发展壮大，直接对赌证券价格变动“差价”（difference）的交易此前被州法律视为赌博，因此被禁止，但这次卷土重来。一个涉及此类合约的著名案件是关于乔治·阿姆斯特朗·库斯特（George Armstrong Custer）上将答应了一场官司，保住了自己的财产，挽回了他在小巨角河战役牺牲前参与此类交易所遭受的损失。但 2008 年，某联邦地方法院驳回了类似的主张。著名鞋厂卡骆驰（Crocs）因买卖今天全球流行的“差价合约”损失惨重。地方法院驳回了此类合约属于非法期货合约的主张，反而裁定这些合约应受联邦证券法律管辖。

期货行业继续创新。商品期货交易委员会开始征求意见，以对被称为事件合约、预测合约或信息合约的金融协议进行恰当监管。此类事件合约基于重大事件，衡量的标准例如有未来某个年度的世界人口、政治选举的结果或者特定娱乐活动的结果，例如赛马或票房收入等。过去，此类合约都被视为赌博而予以禁止，而现在这些活动已经被称为预测性交易的客体。

芝加哥商品交易所和芝加哥期货交易所在 2003 年完成清算业务的合并，并且分别于 2002 年和 2005 年完成去共同化，成为上市公司。公开叫价交易的比例在 2000—2007 年持续下滑，从 90% 降至 22%。由于认识到这种交易方式已经穷途末路，芝加哥商品交易所和芝加哥商品交易所在 2007 年将剩余业务合并。然而，这次合并几乎因洲际交易所 119 亿美元的竞争报价而泡汤。2007 年 7 月 7 日，芝加哥商品交易所将收购芝加哥期货交易所的报价提高到接近 120 亿美元，洲际交易所随之退出了竞争。芝加哥商品交易所与芝加哥

期货交易所合并后成为全世界最大的期货交易所。

合并之后，芝加哥商品交易所与芝加哥期货交易所宣布将整合交易大厅，将多种合约转移到它们的电子交易平台（Globex），包括农产品，例如曾经流行的冷冻猪肉期货合约。大厅交易员对电子交易的抵制仍然存在，一名交易员表示“绝不不战而退”，宣称“若要我们电子交易，直接关灯吧”[1]。他们的抵制除了美联储前主席艾伦·格林斯潘外无人呼应。2007 年 3 月，格林斯潘在一次期货行业大会上强调，公开叫价交易制度仍然是“最优的模式”，因为尽管计算机的用处很大，但人始终最爱亲自交流，因此公开叫价市场将始终兴旺[2]。然而，电子交易的成长导致这一论断受到证券和商品期货行业的一致质疑。

2007 年，芝加哥商品交易所以 97 亿美元的对价收购了在行业领先的能源期货交易所纽商所，但由于股市下跌导致其首发股价下跌，加上部分收购对价基于芝加哥商品交易所的股票价格，因此它不得不增加给予纽商所的股份数量。完成收购后，芝加哥商品交易所集团控制了美国 98% 的交易所交易期货。2010 年，芝加哥商品交易所关闭了它标志性的交易大厅，将剩余的大厅交易活动转移到芝加哥期货交易所，后者的公开叫价交易活动也在持续萎缩。

与其他公开叫价交易所一样，纽商所一直面临来自电子化交易所的冲击。在与芝加哥商品交易所合并前，由于洲际交易所的交易使用纽商所的报价，纽商所与洲际交易所陷入纷争，最终以纽商所败退收场[3]。洲际交易所反诉纽商所，指控后者违反反垄断法律，但这一主张被驳回。芝加哥商品交易所在合并之前已经通过 Globex 处理纽商所的电子交易，而这次合并则直接为又一个公开叫价交易所敲响了丧钟。芝加哥期货交易所、芝加哥商品交易所与纽约商业交易所合并，成为全世界最大的期货交易所，从欧洲期交所手中夺走这一称号。然而，次贷危机导致芝加哥商品交易所的美国国债交易降温，成交量也开始下降。2009 年 2 月，欧洲期交所的成交量超过了芝加哥商品交易所。

---

① 作者在该案中担任欧洲期交所的专家证人。

② 参见 Niko Koppel, “In Chicago, a Rowdy Trading Scene Grows Quieter”,《纽约时报》, 2007 年 10 月 29 日, A10 版。

③ 参见 Greenspan, remarks delivered before the Futures Industry Annual Conference。

第2节 期货市场清算所

清算所的作用

清算所负责为在商品期货交易委员会登记和监管的指定合约市场（DCM）交易的期货合约提供结算和担保服务，是期货市场的核心要素。2000 年以前，清算所不需要单独向商品期货交易委员会注册，此后则必须依据《2000 年商品期货现代化法》的规定注册。此外，《2000 年商品期货现代化法》还要求清算所采纳一些“核心原则”，包括核心原则十八，即禁止商品交易所采取不合理限制交易的行为，或对指定合约交易所的交易强加任何重大的反竞争负担。

清算所“对于确保期货交易的财务诚信具有至关重要的作用”，它介于买卖双方的中间，扮演每个买方的卖方和每个卖方的买方角色。作为每份合约的一方当事人，清算所保证了双方义务的履行，因为它承担并作为每天交易活动的资金转移通道[①]。由于清算所是每笔交易的对手方，交易双方可以通过在交易所的持仓头寸轧差来清算合约。买卖双方无须联系或交往即可完成清算，而轧差后的委托将按他们在清算所的头寸进行清算。

由于清算所负责确保双方当事人履行义务，有关对手方违约的担忧大大减轻。这种保障正是商品期货交易成功的关键，因为交易商不需要自行评估对方交易商的信用。如无清算所，则必须要进行这种评估，以确保对手方可以履行合同。对手方违约可能会给交易商带来灾难性的后果，尤其是在用被违约头寸冲抵另一个头寸的损失时。

清算企业会员是指在清算所持有客户和自营头寸的大型机构，它们必须为其自营交易和代客交易提供担保。如果另一个清算会员倒闭，无法履行义务，它们还可能会承担剩余的责任。从“始终如一”模式到“推翻重来”式

---

① 参见 *New York Mercantile Exchange, Inc.*, *v. Intercontinental Exchange, Inc.*, Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶30, 597 (2d. Cir 2007)。

的清算基金安排，清算所的担保的性质各不相同，但对任何交易所的成功都不可或缺。如果对清算所缺乏信任，甚至是清算所对自己的业务不熟，都可能导致交易商用脚投票。清算所通过一笔被认为足以保证履约的“开仓”保证金和反映仓位损益的“浮动”保证金来保证履约。对期货行业的保证金与证券行业的保证金不应混为一谈，后者由美联储依据《条例 T》监管，一般会将可用于购买融资标的股票的贷款金额限制在所购买股票价值的50%以下。商品期货的保证金不属于发放信贷，而是属于一种诚意金，或者说“履约担保”，由标准投资组合风险分析（SPAN）等风险评估系统来设置，其目的是确保客户将会履行其义务。

首先，每张期货合约在最初签订时必须缴纳“开仓”保证金，开仓保证金水平可以用期货合约面额的百分比来表示。开仓保证金的多少取决于清算企业对违约客户账户进行清算前，对商品价格潜在变化幅度的评估。客户必须缴纳的最低开仓保证金由交易所规则确定，但如果清算企业会员出于保护自己利益的考虑，可以收取高于上述最低金额的开仓保证金。期货合约的开仓保证金一般仅占期货合约面额的极小一部分，通常不到5%。

除开仓保证金外，合约持有者还必须缴纳“浮动”保证金。浮动保证金属于交易商存入的额外金额，以反映未平仓商品期货仓位的不利价格变动所造成的损失。浮动保证金要求按照“逐日盯市”制度计算，即每天计算商品的市值以确定其价值是否发生变动。发生损失的买方或卖方必须存入额外的金额以弥补亏损。而有收益的一方则将获得一个冲抵金额。

1987 年股灾

1987 年股灾期间，芝加哥各大期货交易所清算和结算的资金量极其巨大。1987 年 10 月 19 日，芝加哥商品交易所从其清算会员收到 16 亿美元的保证金，10 月 20 日再次收到 21 亿美元，而期权清算公司（Options Clearing Corporation）当日也收到了 20 亿美元。清算所每天发出巨额的即日追加保证金通知，必须立即以现金方式支付。但清算所在次日前不会将这笔资金付出，这给清算会员造成了流动性问题。许多市场参与者无法从银行取现并及时履行

保证金义务，因为它们的银行在可以确定交易商的财务状况前不愿意放款。此外，银行还开始限制授信，要求美联储向清算所保证其会员会履行义务。

罗纳德·里根总统成立了总统市场机制工作组（布兰迪委员会），负责调查股灾的原因和影响。工作组建议建立统一的清算体系，以将交易所交易型金融衍生工具的信用风险集中起来，但这一建议并未得到采纳。1990年，国会授权证交会协助建立链接和协调证券、期权和期货交易清算和结算设施。证交会被指示协调商品期货交易委员会，并征求美联储的意见以促进这一过程。《2000年商品期货现代化法》指示商品期货交易委员会“协助建立链接或协调依据本法注册的衍生工具清算机构以及其他受监管的清算设施，实现清算交易的统一结算”[①]。尽管如此，期货行业的清算依然局限于交易所。

场外市场清算

1990年，德尔塔清算公司（Delta Clearing Corporation）成立，负责清算美国国债的场外期权交易，后来它的清算业务范围扩大到相关证券的回购协议。该系统中的交易商包括证券交易商、银行、养老基金以及其他机构投资者。他们将其买卖指令发送给经纪商，然后由经纪商在德尔塔系统的计算机中输入买单和卖单。德尔塔作为清算机构，自动对买单和卖单进行撮合。德尔塔介入交易商之间，保护了交易商的匿名性，并且保证交易双方遵守交易期权的条款。

德尔塔卷入了与芝加哥各大交易所的纷争，后者认为德尔塔是美国国债期权和期货市场不受欢迎的竞争者。芝加哥商品交易所主张德尔塔应当在证交会注册为一家全国性证券交易所，但这将导致德尔塔无法经营。第七巡回上诉法院最后裁定证交会可以妥善确定是否要求这种注册[②]。

---

① 参见 *Board of Trade Clearing Corporation v. United States*, 1978 U.S. Dist. LEXIS 20220（D.D.C. 1978），第2页。

② 参见7 U.S.C. §7a－1（f）。

竞争问题

过去，商品交易所及其会员在定价或具体产品上并不相互竞争。除少数突出的产品竞争，例如纽约和芝加哥的交易所之间在燃油上的竞争以外，商品交易所极少按照同样的条款交易同种商品的期货合约。在纽商所与芝加哥商品交易所合并前，纽约和芝加哥都交易白银和黄金期货，但合并后芝加哥商品交易所的金银期货业务被卖给纽约泛欧交易所（NYSE Euronext）。

商品期货交易所主张相关竞争性产品属于期货或商品期权，必须在受商品期货交易委员会监管的期货交易所交易，希望借此阻断来自证券市场的竞争。这一努力得到位于芝加哥的第七巡回上诉法院支持[①]。证券与商品行业之间有关衍生产品的市场划分安排，已经有《沙德—约翰逊协定》（*Shad - Johnson Accords*，根据负责该协定谈判的证交会和商品期货委员会主席的姓氏命名）明文规定，并在1982年由国会作为法律通过。该法根据产品线来划分交易，将金融商品期货及金融商品期货期权的交易权力独家授予商品期货交易所。

《2000年商品期货现代化法》取消了大部分场外机构交易的交易所垄断要求，但依然规定涉及零售客户时必须在指定合约交易所交易。司法部指出，过去商品期货交易所使用单独的清算所来负责交易清算，实际上限制了竞争，即缺乏综合或联合清算阻碍了竞争。

如果交易所通过证券行业统一的清算所买卖同一种产品，它们只需在执行质量、效率和时效上竞争，无须担心交易对手方风险或与通过不同清算所交易有关的操作问题。联合清算可促进产品上的直接竞争，从而对缩小价格、执行时效和点差都有积极作用。此外，司法部还指出统一清算可降低清算手续费及担保物的移动要求。

跨市保证金制度

证交会和商品期货交易委员会一直在探索是否应当允许对商品期权、商

---

① 参见 *Board of Trade of the City of Chicago v. SEC*, 923 F. 2d 1270 (7th Cir. 1991)。

品期货以及证券期权采用跨市保证金制度。所谓跨市保证金制度，是指交易商使用证券期权作为期货交易的保证金，或将期货作为证券期权的保证金，从而减少这两个仓位的保证金要求。证交会率先提出要统一保证金要求，认为建立证券期权和商品期货合约期权之间的跨市保证金制度，将会更好地反映市场的净风险，强化清算系统的可信度。跨市保证金制度还支持对不同市场的活动执行净现金结算，减少了困难时期的流动性要求，从而提高资本使用效率。

商品期货交易委员会最初不愿意允许完全的跨市保证金制度，担心它可能引发多米诺骨牌效应，在发生大的市场危机时影响到清算系统。由于仓位轧差的原因，一个清算所的倒闭将会令另一个清算所失去所依赖的保护。尽管如此，证交会和商品期货交易委员会同意，对于清算会员以及市场专业投资者在不同清算所持有类似产品的自营仓位，证券和商品期货清算所可以提供跨市保证金服务。相当于认可了仓位轧差可降低风险，从而减少资本需求的优点。商品期货交易委员会最初仅允许交易所会员的自营账户参与跨市保证金，在可以确定相应的影响前，它不愿意将这种待遇扩大到客户账户。后来，证交会和商品期货交易委员会批准将跨市保证金制度扩大到非自营业务。

为了扩大跨市保证金制度的应用范围，各大交易所多年来一直在统一行动。1991年12月，证交会批准期权清算公司（OCC）和芝加哥商品交易所为清算会员代市场专业投资者持有的期货和期权仓位提供跨市保证金服务。在批准对市场专业投资者执行跨市保证金制度时，证交会指出，尽管股票、股指期权和股指期货市场“具有不可分割的相关性，但与这些市场有关的清算和结算机制却是独立而有区别的”[①]。

芝加哥期权交易所后来将跨市保证金制度扩大到广泛的指数期货和期权。跨市保证金制度被允许向自我清算型会员组织以及账户资产净值至少500万美元的清算会员客户开放。期权清算公司与洲际交易所旗下的美国洲际清算

---

① 参见 *CBOT v. SEC*, 677 F. 2d 1137 (7th Cir. 1982)，因无意义而被撤销，459 U. S. 1026（1983年），*CME v. SEC*, 883 F. 2d 537 (7th Cir. 1989)，驳回证据调取令申请，以及 *Investment Company Institute v. SEC*, 496 U. S. 936（1990）。

所签订了跨市保证金合作协议。全国证券交易商协会（NASD）在被金融业监管局（FINRA）合并前，采纳的规则认可某些交易策略可执行跨市保证金制度。政府证券清算公司也建立了跨市保证金制度。管理股票保证金的《条例T》给跨市保证金制度带来一些障碍。但该条例在1996年6月修正，从而可以在自律组织规则允许的前提下，将金融期货作为证券期权的保证金。

后来推出的“组合保证金制度”，实现了交易商投资组合仓位的更广泛轧差。组合保证金制度的目的是设定可更精确反映账户实际净风险的保证金水平。如证交会所指出的：

组合保证金制度是一种计算客户保证金要求的方法，按照金融工具或标的工具（对于衍生产品）价值的潜在涨跌幅（百分比）范围，在不同的等距点“冲击”金融工具组合。例如，计算点可按照金融工具的市值上涨15%为一端，下跌15%为另一端的波动范围平均分布。投资组合中各金融工具的损益将在该范围内的各计算点轧差，从而得出整个投资组合在该点的潜在损益。保证金要求等于各计算点之间的最大投资组合损失额[1]。

与跨市保证金制度一样，组合保证金制度对交易商十分重要，因为它降低了保证金要求，减少了与保证金头寸追加担保物有关的资本损失。组合保证金制度下的保证金要求一般会低于《条例T》下的要求。

金融业监管局制定了对融资标的权益证券、权益类期权和证券期货实行组合保证金制度的试点计划。组合保证金要求根据客户账户中所含某个证券类别或产品组的所有仓位的最大预测损失，利用理论定价模型下的多种定价情景计算。可参加组合保证金的客户卖出非备兑期权必须经过批准。对于非上市衍生工具，客户的账户资产净值必须不低于500万美元。期权清算公司也允许将期货与多种广泛的指数期权、指数权证以及相关交易所交易基金一起纳入组合保证金待遇。2008年，国会指示证交会和商品期货交易委员会联合制订证券期货产品的组合保证金计划。

---

① 参见56 Fed. Reg. 61，458（1991）。

托管安排——期货经纪商

商品期货交易委员会要求将客户的资金和证券放入指定账户。《商品交易所法》（CEA）在1936年通过时就规定了这一要求，因为一家芝加哥期货经纪商（FCM）的倒闭导致了当时高达100万美元的客户保证金损失，这让国会十分担心。为了向期货经纪商的客户提供一定的资金保护，《商品交易所法》要求期货经纪商向联邦政府注册，同时要求这些期货经纪商“将客户的资金视为信托资金处理”[①]。如发起《商品交易所法案》的参议员布隆森·墨瑞（Bronson Murray）所指出的，“保证金存款人的顺位仅与普通债权人相同，当然他们认为他们的保证金被视为信托资金，将会得到合理程度的诚信处理”[②]。

这一法定信托资金性质的规定，旨在遏制“期货经纪商收取超过交易所要求存入的保证金，并将多收的保证金用作自己的资本”这一行业通行做法[③]。国会采纳的隔离要求“仅规定公众存交的保证金应当被视为属于客户并且以信托的方式持有。谁能反对这一点?”[④] 1968年对《商品交易所法》进行了修正，以将客户资金的隔离要求扩大到清算所和存管客户资金的其他机构，例如银行。

根据商品期货交易委员会的规则，客户资金必须存入指定专户。自营资金不得与客户资金混合，但客户资金可以相互混合。期货经纪商可以保留客户专户资金所产生的盈利。商品期货交易委员会规定了可用客户专户资金进行的“合法”投资清单。这包括美国国债、存款证、商业票据、公司票据，包括资产支持债券、主权国家的普通债务、货币市场基金以及地方政府证券（有点令人意外）。允许的投资对象后来扩大到回购协议。与证交会一样，商品期货交易委员会采纳了对信用评级机构的使用，要求允许的投资对象应具

① 参见71 Fed. Reg. 40766 –40767（July 18, 2006）。

② 参见H. R. Rep. No. 1637, 73d Cong., 2d 6（1934）. See 7 U. S. C. §7d。

③ 参见U. S. Congress, Senate, *Congressional Record*，第74届国会第二次会议，第7858页。

④ 同上，墨瑞参议员的发言。

备全国公认统计评级机构（NRSRO）的高信用评级，包括穆迪、标准普尔和惠誉。

隔离要求在今天依然十分重要，因为与证券行业不同，经纪公司一旦无力偿债，其客户并不享受证券投资者保护公司（SIPC）的保险。期货经纪商的客户享有的保护仅限于其资金必须存入专户的要求，期货经纪商的普通债权人对专户中的资金不享有债权。这并不是突发奇想的要求，从其成立之日起，商品期货交易委员会就被国会指示研究期货行业是否需要类似于证券投资者保护公司的保险。商品期货交易委员会的研究结论认为，商品期货账户的损失比率远远低于政府保险计划的赔付率，也许证明了此类计划的道德风险。商品期货交易委员会认为，商品账户的损失比率太低，以至于采纳政府强制保险不具有经济性。尽管如此，投资者在某些情况下拥有一些选择。《2000年商品期货现代化法》允许在证券交易所和期货交易所买卖个股期货。客户可以选择证交会规则或商品期货交易委员会规则下的专户待遇。然而，受商品期货交易委员会监管账户中的资金不在证券投资者保护公司的保险范围内。

因期货经纪商无力偿债导致客户资金损失的记录一直较好，但这并不说明没有发生过破产。20世纪80年代有三家大的期货经纪商倒闭：英康公司（Incomco）、芝加哥折扣商品经纪公司（Chicago Discount Commodity Brokers）和万众投资公司（Volume Investors）。这些公司的倒闭导致客户损失了数百万美元。损失的原因是由于某个客户违约或有其他的不当行为，期货经纪商挪用客户资金来履行本应由期货经纪商承担的追加保证金。1976—1985年，大约有24家期货经纪商倒闭，每年的平均损失为200万美元。这似乎是一个较低的时期，此后倒闭频繁出现，包括著名的斯多特基金（Stotler Funds）和瑞富集团（Refco）倒闭事件，这两家公司因安然丑闻的爆发而轰然倒塌。

次贷危机期间最大的期货经纪商倒闭事件要数2007年8月前哨管理集团（Sentinel Management Group）的倒闭。前哨管理集团是一家在商品期货交易委员会注册的期货经纪商，并在证交会注册为投资顾问。公司的宗旨是投资其

他期货经纪商及其客户的资金，支付高于货币市场基金收益的利息[①]。

商品期货交易委员会的资本要求

商品期货交易委员会也将资本要求作为流动性指标，确保期货经纪商拥有充足的备用资金以满足客户的需求。商品期货交易委员会的净资本规则与证交会的规则类似，但基于期货经纪商在专户中持有的客户资金金额。该数据包含了一个风险因素，就是将这些资金的金额与交易所的保证金要求挂钩，而后者是基于风险的。

2004 年，商品期货交易委员会修订规则，允许期货经纪商在计算资本要求时直接根据客户账户和非客户账户中仓位的保证金水平，采用风险评估补偿法。交易所的规则已经采纳这种要求，多年来在大部分情况下运行都极为顺利。其目的是顺应欧盟指令，要求与大型投资银行有关联的期货经纪商接受并表监管。然而，与证交会允许这些实体利用“风险价值”等内部风险控制系统来计算资本不同，商品期货交易委员会的要求基于交易所规定的有关保证金要求的风险参数。2006 年，商品期货交易委员会将某些期货经纪商的最低净资本要求从 5 万美元提高到 100 万美元。

① 作者作为咨询顾问参与了此过程。

第6章
对冲基金与私募股权投资的兴起

第1节　对冲基金

背景

“对冲基金”一词没有统一的定义，其实质上是一种具有一定共同基金性质的“投资公司”，由投资顾问或“管理人”集中使用投资者的资金进行投资。一般来说，对冲基金的历史可追溯至1949年阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯（Alfred Winslow Jones）、威廉·奥斯特伯格（William P. Osterberg）与詹姆士·汤姆逊（James B. Thomson）创建的琼斯公司（A. W. Jones）。而一位作者确定20世纪20年代的股票池经营者采用的就是对冲基金模式。股票池由一群投机者共同出资，但由一位池经营者管理，然后对上市股票进行大型投机，且常常可操纵股票的价格[①]。1929年，此类股票池操纵了100多只在纽约证券交易所（纽交所）上市的股票。一个著名的股票池炒作美国广播唱片公司（RCA）的股票，致使其股价在1929年飙升至每股101美元，然而在同年的股灾之后跌至2美元。银行为这些股票池的运作提供了大量资金，例如，

① 参见Liaquat Ahamed, *Lords of Finance*, 第311~312页。

大通国民银行（Chase National Bank）在1929年就为若干股票池提供了8亿多美元。

阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯在第二次世界大战后创建的对冲基金名声还不那么臭，投资者受到它的杠杆吸引，且其在十年期间创造的利润超过10倍，其中20%的利润由其普通合伙人琼斯获得，而这成为了现代对冲基金管理人的收费标准。最初，琼斯的对冲基金一直名不见经传，直到1966年《财富》杂志的一篇文章令他和对冲基金的概念一夜闻名。此后，对冲基金的数量如雨后春笋般快速增长。到1969年，全国已有超过150只对冲基金，持有的客户资产超过10亿美元。到1994年，对冲基金的数量进一步增加到800只，资产规模超过750亿美元。到了21世纪，对冲基金的数量更增加到大约6000只，管理的资产超过6000亿美元。短短四年后，对冲基金的数量进一步增加到7000只，资产规模估计约为8500亿美元。2006年，对冲基金管理的资产规模估计达到1.2万亿美元。

2007年新增了大约1100只对冲基金，同年，大约87%的对冲基金资产由规模10亿美元或以上的基金持有，60%由规模50亿美元或以上的基金管理。2008年，对冲基金管理的资产规模达到2.65万亿美元。虽然对冲基金的平均利润不能与琼斯的对冲基金相提并论，且2008年对冲基金的平均收益率也不是特别的显眼，但仍达到8%。

虽然少数对冲基金已经上市，但一般情况下对冲基金的份额并无二级市场；相反，对冲基金一般会允许投资者按照所占对冲基金资产净值（NAV）的所有权比例，由对冲基金管理人“赎回”其份额，这与共同基金的赎回并无不同。但与共同基金不同的是，对冲基金常常要求投资者在作出投资后有一年的“锁定期”。在初始锁定期后，对冲基金的投资者可以在提前通知后赎回其基金份额。这种赎回一般仅限于月度、季度或半年度赎回。如果面临流动性问题，对冲基金的管理人还可能有权限制赎回。

对冲基金的一个显著不同之处在于其管理架构。共同基金必须遵循证券交易委员会（证交会）有关董事会独立董事的详细要求，某些行动必须取得份额持有人（股东）的明确批准。国内对冲基金通常采用有限合伙企业的架

构，从而实现所有权和经营权的最大分离。按照典型的安排，普通合伙人负责基金（或多只基金）的管理，每年收取固定的管理费（一般为所管理资金的2%），然后再按基金的毛利润提成（一般为20%）。而有限合伙人属于被动型投资者，一般不参与基金的管理。

对冲基金一般会通过清算公司进行交易，且它可以使用多家清算公司，以保护其交易策略免受市场影响。在这种情况下，它可以分别向各清算公司下达执行委托。2008年2月，政府问责局（GAO）发布了一份报告，批评对冲基金使用多家经纪商的做法，因为这意味着没有任何一家经纪商可了解该对冲基金的全部持仓情况，从而阻碍了经纪商的信用决策。而这些安排有时也被用于隐瞒交易损失。

对冲基金常用的另一个清算安排是使用"主经纪商"（prime broker）。主经纪商负责其他经纪商依据客户指令执行的交易的清算和执行。根据主经纪商的安排，将执行指令发送至其他公司的经纪人，对冲基金的交易从而被隐藏起来。执行委托的经纪商可能独立于主经纪商，但将把其执行的交易"上交"给主经纪商。

客户的资金和证券都存放于在主经纪商开立的账户中。主经纪商负责确保对冲基金符合交易所的保证金要求。主经纪商为客户的证券和其他交易提供融资和清算服务，不论它们在哪里执行。这样，对冲基金无须在多家券商保有资金。

对于清算公司而言，主经纪商业务的利润十分丰厚，因此它们竭尽全力开发这一业务。瑞银和贝尔斯登甚至被指在多个城市经营对冲基金"酒店"，为对冲基金提供办公室和行政服务。瑞银专门提供了超过40万平方英尺（约合37160平方米）的办公空间，用于对冲基金酒店业务的发展。这引起了监管部门的关注，并开始调查主经纪商是否使用这一安排来收取更高的费用和佣金①。

对冲基金投资者的收益基于基金的资产净值，而资产净值也决定了对冲

① 参见Jenny Anderson，"Bank Leases to Hedge Funds Are Questioned"，《纽约时报》，2007年1月2日，A1版。

基金管理人收费的多寡。为确保诚信，对冲基金常常会聘用“管理员”来核实对冲基金管理人计算的资产净值数值。对冲基金的管理员通常为银行或其他金融机构，负责跟踪交易结果并定期核验对冲基金的资产净值，从而监督对冲基金的管理人。这种独立的第三方核验对于投资者十分重要，因为它可以确定资产净值数据是否准确。

对冲基金可能将自己描绘成“另类资产”管理人。另类资产是指不属于典型投资组合成分的投资对象，后者一般仅限于股票和债券。而另类资产包括各种衍生工具和投资策略，例如通过不同类别资产的价格不均衡获利，通过利率收益策略以及汇率波动等获利。如果对冲基金的管理人买卖的资产可以方便地参照交易所的价格估值，那么资产净值的计算可能并不困难，也就是所谓“逐日盯市”（mark-to-market）。然而，许多另类资产可能难以估值，因为并不存在现成市场为此类资产定价。在这种情况下，对冲基金会努力按照资产的“公允价值”（fair value）进行定价。

对缺乏现成市场的资产采用公允价值会计方法引起了很大的争议，因为有时数据可能会被操纵。某些对冲基金管理人使用“侧袋”账户来持有无流动性或难以估值的资产。此类账户还被用于放置并非所有对冲基金投资者都拥有权益的资产。这种账户的使用引发了资产净值计算的问题，而且很容易被滥用。

许多对冲基金的一个标志就是其交易策略的复杂性。对冲基金使用在数学、物理学，甚至核科学领域拥有高学历的“量子”（分析师）来制定算法交易策略。典型的代表要数长期资本管理（LTCM）公司，它聘用了 25 名拥有博士学位的经济学家，包括两名诺贝尔经济学奖获得者。虽然智力的荟萃没能阻止长期资本管理公司的倒闭，但这并没有使对冲基金感到气馁，它们继续开发复杂的数学交易策略，通过分析市场价格和历史交易模式来生成交易信号。某些算法程序旨在发现对冲基金管理人可以通过杠杆操作加以利用的市场低效性或无效性，这种策略通过内部计算机程序来执行，并使用多种变量对这些程序进行测试和回测，每个交易日都可能会生成数千条指令。2009 年，这种“高频”交易占到股市交易总量的大约 70%，此外它也被商品

市场广泛使用。

对冲基金交易策略包括定向交易策略、相对价值交易策略、跨期交易策略以及波动率交易策略。定向交易策略涉及预测特定资产的未来价格走向，这是预测市场走势的一个较传统方式。相对价值交易策略包括识别两个或多个金融工具之间的相对价格错位。波动率交易策略是指根据特定投资对象的预测波动率变动开展交易活动的策略。跨期交易策略是指取得融资优势的交易，例如在货币市场，跨期交易可能涉及短借长贷，从而获取更高的利率。

保密是对冲基金的又一个标志，由紧密的私人团体密切监视其交易活动。这种隐藏性被认为是必要的，因为对冲基金仅通过正当的交易策略获得利润，如果被他人得知，则可能会被复制或反制，其优势也将不复存在。商品期货和期权交易的保密性得到了法律的认可。尽管商品期货交易委员会（CFTC）有权检查对冲基金等大户在受监管合约市场的交易，但除非国会特别授权，该委员会“不得发布将会单独披露任何人的商业交易或市场仓位，以及客户商业秘密或名称的数据和信息”[①]。联邦法律规定，商品期货交易委员会的成员、员工或合约市场的员工依据此信息进行交易，或将此信息透露给他人进行交易均属于重罪，这进一步证实了此信息的敏感性[②]。

对冲基金属于高风险、高杠杆的联合投资组织。某些对冲基金管理人异常成功，成为市场的传奇。1992 年，极其自我、极端左翼的亿万富豪乔治·索罗斯（George Soros）通过做空英镑，攫取了大约 20 亿美元的利润，也令英国加入欧元区的努力付诸东流。大本营投资集团（Citadel Investment Group）和鲍尔森公司（Paulson & Company）的老板们在一年内就通过投资赚取了数十亿美元。然而某些对冲基金的交易杠杆极高，也很快导致了巨额的损失。例如，老虎基金（Tiger Management）在 20 世纪 90 年代的某个交易日就损失了 20 亿美元。1994 年债券价格突然暴跌，几家对冲基金损失惨重。

损失尤其严重的是长期资本管理公司，由于俄罗斯金融危机期间它的交

① 参见 7 U. S. C. § 12。
② 参见 7 U. S. C. § 13。

易仓位遭受重创，1998 年 9 月它的 48 亿美元资本蒸发了 90%[①]。长期资本管理公司的破产引发美联储担心这可能导致系统性危险，并由纽约联邦储备银行筹划援救行动。该行动是由几家大型投资银行执行的，它们投入自己的资金来拯救长期资本管理公司。虽然它们后来收回了自己的投资，但基金倒闭时这些投资者损失惨重。瑞士银行巨头瑞银损失了 7 亿美元，高管不得不引咎辞职。次贷危机期间，它是最先遭受巨额损失的几家大型投资机构之一。

俄罗斯债务危机还导致了其他问题。由于迈阿密的汉密尔顿银行集团（Hamilton Bancorp）的主席爱都瓦尔多·马斯菲雷尔（Eduardo Masferrer）未能通过本行账簿发现对俄罗斯的投资已经出现巨亏，且相应的债务正在攀升这一事实，因此被判处 30 年有期徒刑。检方指控马斯菲雷尔是这一诡计的受益者，因为隐瞒这一事实稳定了该行的股价，从而提高了他的奖金。

2006 年，不凋之花顾问公司（Amaranth Advisors'）在一周内就因能源交易损失了 60 多亿美元，这也引起了人们的关注。次贷危机期间，贝尔斯登、花旗集团、高盛和其他投行经营对冲基金所产生的巨额亏损进一步浮出水面，这也反映了随着对冲基金的流行，大型投行纷纷通过经营自己的对冲基金进入该市场。

共同基金丑闻

2003 年 9 月，纽约州检察长艾略特·斯皮策指控爱德华·斯特恩（Edward J. Stern）以及他管理的对冲基金金丝雀投资（Canary Capital Partners）对斯特朗共同基金的份额进行不正当的择时交易和逾时交易。金丝雀投资被要求支付 4000 万美元和解，部分用于补偿共同基金的投资者。此外，斯特恩还同意在 10 年内不交易共同基金或管理任何公募投资基金。斯皮策以放任或参与择时交易和逾时交易为由，对多家共同基金及其他人提起诉讼，让这一问题更加广为人知并收获了巨额的罚款。

斯皮策的指控引起了争议，因为人们并不完全清楚为什么一个州检察长

---

① 参见 Roger Lowenstein, *When Genius Failed*。

要热衷于监管属于证交会权限范围的共同基金。事实上，“由于意识到州和联邦双重证券注册计划的低效性，国会已经通过了《1996 年全国证券市场完善法》（NSMIA）[1]，主要是为了取代州‘蓝天’法”[2]，后者要求发行人需先向州监管部门注册才能在州境内销售证券。依据该法的特别豁免条款，已经在证交会注册的投资公司股份无须接受州监管的要求。然而，《全国证券市场完善法》也规定各州保留调查欺诈的管辖权。斯皮策正是利用这一漏洞，在他的起诉中指控逾时交易或择时交易是欺诈行为。这其实有点厚颜无耻，因为他的欺诈指控主要基于证交会针对共同基金制定的远期定价规则，该规则依据《1940 年投资公司法》制定，而该法的执行机构为证交会，而不是斯皮策。

在择时交易和逾时交易案的和解方案中，斯皮策要求相关基金降低收费，从而开始了他监管共同基金的步伐，但这引起了更多的争议。根据国会的委托，这些收费之前由全国证券交易商协会（NASD）在证交会的监督下监管。然而斯皮策直接无视国会的授权，完全根据个人观点决定收费是否适当，从而建立了自己的公用事业监管计划。人们进一步批评斯皮策将通行的商业实践犯罪化。

其实，在斯皮策提出指控前，共同基金行业的择时交易行为已经广为人知。斯皮策承认在起诉金丝雀投资时，引用了斯坦福大学在一年前发表的一份研究报告，指控共同基金将数十亿美元扔给了择时交易商。而接近三年前发表的另一篇文章也提出了类似的指控。1998 年，弗吉尼亚联邦大学（Virginia Commonwealth University）金融学教授大卫·杜波夫斯基（David Dubofsky）发表了一篇有关择时交易的论文，并将其发现通报了证交会。1987 年股灾后，杜波夫斯基的一位学生告诉他择时交易行为的存在，于是他就开始研究这一行为。

斯皮策的讨伐存在另一个劣势，那就是没有法院裁定他的主张成立。唯一质疑他指控的诉讼是对美银证券员工西奥多·查尔斯·希珀尔三世（Theo-

---

① 参见 National Securities Market Improvement Act of 1996, Pub. L. No. 104-290, 110 Stat. 3416。

② 参见 *Dabit v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc.*, 395 F. 3d 25 (2d Cir. 2005)。

dore Charles Sihpol III）的刑事指控。希珀尔负责了金丝雀投资的大部分逾时交易和择时交易关系，为金丝雀投资安排了3亿美元的授信以在这种交易中使用。对希珀尔不利的证据相当具有戏剧性，他建立了一个电子交易平台以方便金丝雀投资进行逾时交易。录音记录也显示，希珀尔为了在计算共同基金的资产净值时掩盖逾时交易是在下午4点收市后进行的这一事实，他将委托单的时间戳提前了。尽管如此，希珀尔的刑事审判结果是29项指控无罪，而陪审团对剩余4项指控的意见出现分歧（11－1支持无罪）。斯皮策最初宣布将针对陪审团出现意见分歧的指控进行重审，但在受到批评后改变主意并撤销了对希珀尔的刑事指控。

那么，这些行为是否涉及欺诈呢？斯皮策在对金丝雀投资的民事诉讼中，指控逾时交易通过“稀释”持仓，欺诈了共同基金的长期份额持有人，因为逾时交易套利者的利润“完全”来自共同基金。这些利润“本应完全属于买入并持有基金的投资者”[①]。斯皮策指出，逾时交易正是利用了证交会有关共同基金申购和赎回的远期定价规则，并指控这种行为属于欺诈，它违反了纽约州的《马丁法案》。斯皮策的通稿随附了对金丝雀投资的起诉书，称“允许逾时交易就好比允许在赛马已经冲过终止线后赌马”，而择时交易“就好比赌场说它禁止出千，但又允许它支持的赌客出千，以换取一杯羹”[②]。

当天下午4点将会根据此刻之前所收到委托的远期价格计算资产净值，然而逾时交易涉及在下午4点后购买或赎回共同基金份额。逾时交易者使用共同基金作为套期工具，以此锁定逾时交易中所用的一小时或两小时窗口期内出现的价格错位。共同基金的其他份额持有人的持仓是如何被稀释的呢？如果另类市场的价格涨幅结转到次日的收盘价中，因为长期共同基金的投资者也将享受与逾时交易者相同的利润，因此似乎在表面上看没有任何害处，也没有犯规。如果价格在后续交易日的资产净值计算之间涨跌，则逾时交易者和共同基金的长期投资者的性质保持不变。但逾时交易者在按下午4点的

---

① 参见Spitzer，Canary Capital Partners Complaint。

② 参见Office of New York State Attorney General Eliot Spitzer，“State Investigation Reveals Mutual Fund Fraud”。

资产净值申购共同基金的当日支付现金，这笔现金可能无法及时投资以参与价值的波动，这意味着其他共同基金的持有人必须承担这一波动的成本。

将择时交易作为欺诈的依据则更有问题。这并不是共同基金行业的一个新问题，尽管抨击的角度改变了。在《1940 年投资公司法》通过前，共同基金的份额存在价格双轨制，这为有时被滥用的份额制造了一个活跃的二级市场。大部分基金都依据基金在交易所收市时的投资组合价值来计算当日的资产净值，并且该价格也是将在次日某个规定时间开始生效的申购价格。在此过渡期内存在两个价格：一个是共同基金份额的今日交易价格，它是根据前一日投资组合价值确定的；另一个是次日的价格，是基于今日交易所收盘时所计算的资产净值。任何了解这两个价格的人都可能会在此过渡期间参与“无风险交易”。

由于申购佣金的原因，大部分投资者无法利用这种机会，而内部人则可以零佣金申购份额，并在购买份额后立即按增值后的价格赎回。据称这导致了现有份额持有人的股东权益被稀释。“现有份额持有人的股东权益被稀释，因为新来的投资者的申购价格低于申购时份额的实际价值。”[①]

《1940 年投资公司法》授权全国证券交易商协会和证交会监管共同基金份额的发行和交易，以防止这种现象和其他交易乱象。两家机构都采纳了据称已经阻断了共同基金份额无风险交易的规则。证交会在 1968 年通过了“远期定价规则”[②]，该规则要求赎回和申购价格必须在收到客户委托后确定——“一般应使用交易日收盘时确定的股票收盘价”[③]，这被认为进一步堵住了这种交易的漏洞。

对使用共同基金快进快出（择时交易）的行为也有其他的顾虑。证交会多年来一直希望防止共同基金的销售人员向零售客户推荐共同基金的择时交易，由于申购佣金以及时间和地点方面的不利，导致这种交易对零售客户并不现实。然而，证交会并不担心专业交易者在共同基金中的择时交易行为，

---

① 参见 *United States v. National Association of Securities Dealers*, 422 U. S. 694（1975），第707 页。

② 参见44 FR 29，644（May 22，1979）。

③ 参见 David Ward，“Protecting Mutual Funds from Market - Timing Profiteers”，第585 页、第589 页。

因为专业交易者可以保护自己以及他们所代表的投资者。此外，有关按照资产净值来买卖共同基金份额的限制，实际上构成了择时交易的一个壁垒，即使对专业交易者也是如此。尽管如此，20世纪80年代，大约有50家资产管理人专门提供面向小投资者的共同基金择时交易服务，投资门槛低至2000美元。除共同基金的申购佣金外，此类择时交易者按管理资产规模的2%或以上收费。

1988年，《货币杂志》（*Money Magazine*）对共同基金资产管理人的五年择时交易业绩进行了研究[①]，发现雷诺德公司（J. D. Reynolds）的客户获得了超过20%的复合收益。虽然大部分择时交易管理人并没有这么成功，但2/3的管理人的表现确实好于理柏共同基金（Lipper mutual fund）的平均水平，它们在股市下行时期保护投资者的资本尤其成功。但这些早期的择时交易者并非斯皮策制造的丑闻中涉及的隔夜套利者。例如，雷诺德公司每年的择时交易次数不超过4次，因为在20世纪80年代，择时交易者的目的是在预见到股市与固定收益市场的变化后，在股票型基金和固定收益基金之间调动资金。

这些择时交易者在共同基金的发起人中并不流行，因为“择时交易管理人常常会一次性将数百万美元调入或调出基金，迫使共同基金的管理人在不合适的时候进行大宗股票买卖。因此，基金机构认为择时交易者是破坏者”[②]。多家零佣金共同基金（不收取投资管理费的共同基金）希望通过限制投资者可以调动资金的次数来阻止择时交易。百折不挠的择时交易者将目光转向收费型基金，这类基金会收取管理费，而由于管理费的激励原因，对此类资金调动施加限制的可能性较低。

20世纪90年代，择时交易者变得更加活跃，再次引发共同基金的愤怒，因为后者不得不处理其流动性问题。某些共同基金对参与择时交易的交易者收取赎回费以遏制这种活动。从1979年开始，证交会就允许收取赎回费，最高不超过赎回资金的2%。20世纪90年代，市场的兴旺促进了即日交易和其他投机交易，收取赎回费的基金数量大幅增加。某些共同基金甚至威胁要暂

① 参见Jeanne L. Reid, “Choosing Tactics in the War Against Risk”，第83页。

② 同上，第83页。

停参与择时交易的交易者的赎回权。

由于在计算资产净值时境外市场可能仍处于交易时段，即国际基金存在套利机会，因此“公允价值定价”成为遏制择时交易的又一个工具。公允价值定价是指在美国市场收盘时为境外持仓确定一个公允价格，从而减少这种套利机会。打击择时交易的这些努力都在共同基金的发行说明书中有所体现。从外部来看这些披露信息，似乎共同基金站在择时交易者的对立面，因为后者对基金具有破坏性。然而，对冲基金抛弃了这些对立。

斯皮策在对金丝雀投资的起诉中称，该案中的择时交易是利用某些共同基金使用过时的价格来计算资产净值的漏洞。斯皮策也承认“择时交易并不完全是没有风险的……例如，择时交易者必须至少将其资金放置在目标基金中一天，这样才能享受额外的收益或发生的损失，具体取决于市场状况。”[①]尽管如此，斯皮策指控此类活动稀释了其他共同基金所有者的持仓，并给后者带来了交易成本。另外，他还将重点放在共同基金的发行说明书警告择时交易者不受欢迎，并且其赎回权可能被中止的事实。他声称，这误导了其他投资者误认为此类交易是被禁止的。

事实上，择时交易似乎不太可能属于非法的活动，而更可能是共同基金的低效性，因为共同基金可以使用公允价值定价法，从而防止下午 4 点的资产净值过时。某些共同基金确实对其国际基金使用公允价值定价，以防止交易者进行套利。但批评者指控这种定价过于主观，由于使用不同的估值方法，导致相同的资产的价值不同。证交会多年来在是否要求采用公允价值定价上一直摇摆不定，这使得形势更加扑朔迷离。

公允价值定价也带来了其他问题。著名共同基金经理嘉瑞特·冯·凡古纳（Garrett Van Wagoner）被证交会指控不当使用公允价值定价来提高其基金的业绩。他被迫辞去管理职务以专注于投资组合的选择。然而这对该共同基金的份额持有人而言是一个不幸的选择，因为 2007 年他的投资表现实在是糟糕。后来证交会有关公允价值定价的调查引起了行业的广泛评论，他们声称

① 参见 Spitzer，Canary Capital Partners Complaint。

公允价值定价本身并不会阻止择时交易。

除赎回费外，某些共同基金还设立了“择时交易警察”来发现和防止这种交易行为，但对大型对冲基金交易者豁免了赎回费和“警察”。豁免背后的原因是，参与择时交易的对冲基金使基金的管理资金规模增加了数以百万美元计，为共同基金发起人带来更高的管理费收入，因为它们的报酬是以资产净值为依据的。对冲基金还以“黏性资产”的形式提供择时交易所需的流动性，这无异于一笔巨大的长期资本承诺。这些黏性资产可满足择时交易清算导致的成本增加，缓冲此类交易给共同基金造成的有害影响。但这些黏性资产“一般并非投入到允许该交易活动的共同基金的长期投资，而是投入到基金管理人的某种金融工具中（例如管理人经营的某个债券型基金或对冲基金），保证了管理人有稳定的管理费收入”[1]。

证券交易委员会的反应

安然、世界通信公司等会计丑闻严重损害了证交会的声誉，尽管它有全面而主动的规定，尽管它一直是一个积极的监管者，但它一直未能防止或发现这些会计问题，证交会在介入前只是从媒体上了解这些丑闻。斯皮策大张旗鼓地指控受证交会监管的金融分析师，让逾时交易和择时交易丑闻曝光，这令证交会越来越严重的无能标签更加清晰。他甚至开始嘲笑证交会和其他联邦机构，说它们是如此的“失败”“无能”，以至于它们一直“无法履行基本职能”，且“监管的意愿越来越弱”[2]。

证交会确实在千方百计地证实斯皮策的指控。安然时代泛滥的会计丑闻揭露出它浮夸的充分披露制度漏洞百出，次贷危机也让证交会不知所措。它监管的大型投资银行全部倒闭，或在获得政府拯救后改制为银行，包括雷曼兄弟公司、贝尔斯登、美林公司、高盛和摩根士丹利。有史以来最大的诈骗案，即伯纳德·麦道夫的巨额庞氏骗局见诸于世，让它更加颜面扫地。虽然麦道夫也是在证交会的监管之下，然而多年来证交会多次错过了揭露这一骗

---

① 参见 Spitzer, Canary Capital Partners Complaint。

② 参见 Hannah Bergman, “Spitzer: OCC Is Blocking N. Y. 's Probe of Lenders”, 第1页。

局的机会，直到麦道夫资金链破裂，承认犯罪时才大白于天下。

在斯皮策指控后为了重获公众信任，证交会自己也提起了针对逾时交易和择时交易的诉讼，且常常是与斯皮策一同起诉。然而即使在斯皮策的压力下，证交会对择时交易的指控仍显得有些言不由衷。证交会承认择时交易“本身并不违法”，但认为它会给共同基金造成损害，原因包括：（1）如果择时交易者利用价格低效性，它可能会稀释基金份额的价值；（2）它可能会干扰共同基金的投资组合管理工作；（3）为了满足择时交易者频繁的份额买卖要求，可能会导致目标共同基金发生将由其他份额持有人承担的费用[①]。

证交会对逾时交易的语气更加强硬些，指控它欺骗了无辜的共同基金份额持有人，稀释了他们的份额，为逾时交易者提供了其他份额持有人不享有的优势。但证交会对择时交易者和逾时交易者的指控在法庭遇到了一些阻力。例如在证交会指控金丝雀投资逾时交易和择时交易欺诈案中，联邦地方法院以未能对不合理意图提出适当的指控为由驳回了证交会的指控。法院表示：

> 与金丝雀投资之间的择时交易协议本身并不能被视为旨在欺诈投资者的欺诈工具。证交会并未也不能指控择时交易本身是非法的，因为作为常见的投资策略的一部分，许多个人和机构投资者在继续尝试择时交易，并且取得了不同程度的成功[②]。

在另一起诉讼中，某联邦地方法院驳回了证交会对哥伦比亚基金分销公司（Columbia Funds Distributors）两位高管的指控。这些高管允许共同基金中的择时交易行为，但基金发行说明书明确禁止这种行为。法院称“择时交易安排并非那种已经被认定属于欺诈骗局的阴暗交易”[③]。证交会后来修改了起诉书，指控投资者被基金的发行说明书误导，误以为基金是反对择时交易的。但投资公司研究所（Investment Company Institute）进行的一项调查发现，大

---

① 参见 *In re Strong Capital Management*, SEC Investment Advisers Act Release No. 40 – 26448（2004年5月20日）。

② 参见 *SEC v. Pimco Advisors Fund Management*, LLC, 341 F. Supp. 2d 454（SDNY 2004）。

③ 参见 *SEC v. Tambone*, 417 F. Supp. 2d 127（D. Mass. 2006）。

部分投资者并不阅读其共同基金发行说明书，即使阅读也侧重于其他问题。

仍在另一宗案件中，某联邦地方法院驳回了证交会针对择时交易的协助和教唆指控。但对于使用伪装和欺骗手段来规避共同基金相关限制的被告，该院和其他两家地方法院支持欺诈指控。在被告被指控涉及逾时交易和择时交易的违规案件中，驳回集体诉讼和派生诉讼的动议一直被拒绝。尽管如此，此类指控的多个方面都被驳回。仍在另一起诉讼中，为某共同基金的投资顾问工作的两名自然人被指控为了吸引黏性资产而允许择时交易，但某地方法院驳回了大部分指控。

证交会在对美国西南证券（Southwest Securities）聘用的经纪人斯科特·加恩（Scott Gann）的诉讼中获得了成功，后者被指控代表两家对冲基金执行择时交易。第五巡回上诉法院支持了加恩使用多份注册和多个账号来规避共同基金的择时交易限制的认定，但称择时交易本身并不违法。骏利资产管理公司（Janus Capital Management）被指控作出其共同基金不允许择时交易的虚假陈述，在地方法院驳回对骏利资产管理公司（Janus Capital Management）的择时交易指控后，第四巡回上诉法院恢复了该指控。而纽交所的仲裁员裁定美林公司解雇三名参与逾时交易的经纪人不当，需要赔偿1400万美元。

尽管证交会和斯皮策在法庭上没有成功，但到2005年底，他们通过和解取得了超过42.5亿美元的罚款，并没收得利、降低共同基金管理费等，且案件的数量还在上升。例如，贝尔斯登在2006年3月同意向纽交所和证交会支付2.5亿美元，以和解有关其共同基金逾时交易的指控。2008年1月，摩根士丹利同意向证交会支付1700万美元，以和解在2001—2003年的择时交易指控。哈特福德金融服务集团（Hartford Financial Services Group）同意支付1.15亿美元以和解纽约、康涅狄克（Connecticut）和伊利诺伊（Illinois）三州检察长提出的择时交易指控。

此外，证交会还推出了其工作人员认为将防止择时交易和逾时交易的规定，但这一努力的成效不大。证交会提出的一项监管修改是采纳新的规则，要求共同基金“强制收市”（hard close），从而防止在下午四点后填报任何申购或赎回委托，在该时间以后收到的委托必须在次日的资产净值中填报，事

实证明这种方法过于复杂。另一项建议是要求强制收取赎回费，证交会采纳了“允许”收取2%赎回费的规则，但不作强制要求，这一规制最后也宣告失败。这种方法也过于复杂，证交会的人员对该规则进行检查后进行了修订。采纳的其他规则包括要求共同基金披露择时交易的影响。

《1940年投资公司法》也许是监管对公司治理流程的最深入侵。它要求投资公司董事会至少40%的董事为独立外部董事。2001年，证交会将这一外部董事的要求提高至过半数董事。证交会通过后门增加了这一要求，它要求投资公司必须达到这一要求才能获得证交会对利益冲突规则的豁免。例如，凭借这些豁免，外部董事过半数的共同基金将可以申购关联券商担任承销人的首次公开发行证券；允许使用基金的资产来支付分配费用；允许基金与基金顾问的其他客户之间开展证券交易；以及允许基金发行多个类别的表决权股票。此外，证交会还使用其豁免权来建立其他公司治理要求，包括共同基金董事会会议应当如何举行。

在逾时交易丑闻后，证交会希望将其入侵扩大到共同基金的公司治理中。证交会采纳的一条尤其有争议的规则，是要求共同基金董事会的主席必须与首席执行官独立，并将外部董事的占比提高到75%。这些外部董事必须单独举行会议，至少每季度一次，并且允许他们使用自己的工作人员。尽管并无证据证明这种公司治理架构更为高效，或者可提供更好的股东保护，但证交会长期以来一直努力提高上市公司的外部董事参与率，并将此作为遏制管理层滥权的一个措施。

这也是过去25年以来，公司改革派的重点追求之一。安然丑闻后这一努力得到加强，导致纽交所和纳斯达克要求上市公司董事会至少过半数董事为外部董事，并且提名委员会和薪酬委员会完全由外部董事组成。尽管从1997年以来，上市公司的审计委员会一直被要求完全由外部董事组成，但对于遏制2000年市场暴跌后安然和其他机构的审计丑闻毫无作用。

并无实证支持多数外部董事的要求。桑贾伊·巴加特（Sanjai Bhagat）和伯纳德·布莱克（Bernard Black）教授分析了20世纪80年代和90年代公司治理的112个实际案例，涉及公司治理的各个方面。他们的结论认为“对企

业总体表现的研究发现，并无确凿的证据说明董事会拥有过半数独立董事的公司要好于没有这种董事会的公司”。实际上，过半数董事为内部董事与过半数董事为独立董事的公司表现差别不大。巴加特和布莱克还发现“总体而言，董事会独立董事占绝大多数的公司（只有一两名内部董事）的表现可能要比其他公司更糟”[①]。

经验证据也显示，增加外部董事的数量对良好的公司治理毫无作用。事实上，许多国家都允许投资公司不设立任何董事会，受托人依据既定的交易策略管理这些投资公司，并按照其服务收取固定管理费。1980年，史蒂芬·韦斯特（Stephen K. West）就提出了一个类似的建议以在美国使用，而美国企业研究所的彼特·沃里森（Peter Wallison）和布鲁金斯学会的鲍勃·利腾（Bob Litan）也提出了类似的建议[②]。

在安然、世界通信公司以及其他深处丑闻中心的公司董事会，名声斐然的外部董事占比很大，但却没有任何办法阻止这些公司发生问题。此外，大部分外部董事也并非股东选择的，反而是由首席执行官向提名委员会提名的，后者选择这些人的原因往往是因为他们属于名人、高尔夫明星或者与该高管有某种其他的社会或商业关系的人。

而增加共同基金董事会的外部董事人数，希望借此遏制行业的未来丑闻，更加属于一方情愿。有关董事会过半数董事为外部董事的要求早就存在，但对于阻止逾时交易或择时交易丑闻毫无作用。针对证交会有关3/4外部董事要求方案的征求意见稿，富达共同基金（Fidelity mutual funds）提交的一份研究报告实际上显示，实际证据表明独立董事数量的增加不能提高收益。然而证交会对这份研究报告视而不见，这与当初该委员会提出分拆共同基金董事会主席和首席执行官职能的建议要求，国会通过相关立法时受到的待遇无二。国会不同寻常地要求证交会证明这种要求的理由，但它毫不理会，反而以3:2通过了独立董事会主席以及3/4外部董事的规则，这完全是借由党派政治。

---

① 参见 Sanjai Bhagat and Bernard Black, “The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance”，第921页、第923页和第946页。

② 参见 Peter J. Wallison and Robert E. Litan, *Competitive Equity*。

证交会的共同基金治理规则立即引发美国商会的质疑，并被哥伦比亚特区上诉法院撤销。法院裁定证交会有权采纳这种提案，但该委员会并未充分考虑其成本或可用的备选方案[1]。证交会对此不予理会，在被撤销后仅仅过了一周，重新采纳了相同的规则，甚至没有等待上诉法院的指令。该规则在两名共和党委员投票反对的情况下再次通过，其中一人向上诉法院抱怨多数党的强行通过手法。

新规则再次受到质疑并被上诉法院撤销[2]。法院裁定，证交会在该院先前的裁定生效后如此迅速地采纳该规则前，应当征求公众意见。2006 年，哈佛大学商学院的一份研究报告结论认为，共同基金仍然错误地为共同基金的资产定价，令证交会面临更多的尴尬。该研究发现，虽然大部分共同基金都使用定价日的收盘价来计算资产净值，但却用该值来乘以前一天持有的份额。根据市场状况的变化，这可能导致定价发生显著的差异。

《1940 年投资公司法》所采用的侵入性监管对防止逾时交易和择时交易毫无作用。受该规定阻碍，共同基金的业绩不那么耀眼。市场研究发现，共同基金的业绩总体上落后于大市场。落后的程度介于严重到温和之间，实际数据取决于具体的研究。每年大约 6.5% 的股票型基金关闭或合并以提升共同基金的交易记录。

2010 年，证交会继续努力收复被斯皮策夺走的领地，宣布计划出台规则以监管共同基金分销机构收取的费用。这些所谓的 12b－1 费用将被限制为基金管理资产规模的 0.25%，并且还需要就收费的目的作出额外的披露。

对冲基金的监管

在择时交易和逾时交易丑闻爆发前，证交会并未寻求监管对冲基金的运作，只是要求投资的招揽必须满足《1933 年证券法》的规定，但面向合格投资者发行的证券可以免于登记。所谓合格投资者是指富裕的个人或大型金融机构。证交会的初衷是仅这些人和机构可以投资对冲基金，认为他们能够理

① 参见 *U.S. Chamber of Commerce v. SEC*, 412 F.3d 133 (D.C. Cir. 2005)。

② 参见 *U.S. Chamber of Commerce v. SEC*, 443 F.3d 890 (D.C. Cir. 2006)。

解并承受与此类高杠杆投资工具有关的风险。然而，中小投资者受到了某些对冲基金所创造的高收益吸引，他们希望能够有后门投资对冲基金，为此他们可以购买投资对冲基金的注册共同基金的份额。此外，使用投资顾问管理的“综合账户”也可以集合投资对冲基金。证交会对对冲基金投资的“零售化”表示担忧。

尽管得到豁免，对冲基金的投资者仍会获得一份“定向发行说明书”，与上市公司的招股说明书类似。它描述了对冲基金的运作方式，提供了对冲基金管理人的背景，以及有关公司负责人的其他信息。定向发行说明书还简要描述了对冲基金管理人可能会使用的交易策略类型、披露的风险和潜在的利益冲突，以及其他重要信息。

最初，对冲基金可以依据投资者人数低于100人的豁免投资公司条款，避免《1940年投资公司法》下的监管。该豁免条款的适用不考虑所管理的资金规模大小，只需公司不公开发行其证券。《1996年全国证券市场完善法》（*The National Securities Markets Improvement Act of* 1996）扩大了这一豁免的范围，允许其投资者属于“合格购买人”的对冲基金无须作为投资公司注册。所谓“合格购买人”，是指大型、成熟的投资者，而不考虑投资者的人数。“合格”投资者包括投资金额达到500万美元的个人。

在商品期货交易委员会的管辖下，对冲基金最初在期货行业的待遇则明显不同。许多对冲基金从事商品期货交易委员会监管的商品期货合约的交易。最初，该委员会主张这些基金应当依据《1936年商品交易所法》（CEA），在商品期货交易委员会注册为商品池经营者（CPO）和商品交易顾问（CTA）方可开展此类活动。但1992年，商品期货交易委员会豁免了仅面向被高度认可的投资者的商品池（商品期货行业的共同基金）的大部分监管要求。“高度认可投资者”这一称呼适用于对冲基金的大部分投资者。

商品交易顾问注册并未获得类似的豁免，但依据《1936年商品交易所法》的规定，客户人数低于15人的商品交易顾问可免予登记注册。那么问题也就接踵而来了，一家拥有自己客户的对冲基金或其他实体是否属于商品交易顾问的客户，或者商品期货交易委员会是否也应当统计对冲基金或其他实

体的客户数量。在质疑该问题的早期案件中，第九巡回上诉法院支持商品期货交易委员会的透过式方法，在衡量是否达到15人登记要求时统计投资基金的份额持有人或投资者人数[①]。大约在同一时间，第二巡回上诉法院针对《1940年投资顾问法》下的投资顾问作出了类似的裁定，认定有限合伙企业的普通合伙人是其有限合伙人的顾问，而不是有限合伙企业整体的顾问[②]。但1985年，证交会采纳的规则将每个有限合伙企业、信托或公司都视为独立客户，即使该有限合伙企业、信托或公司可能有多个依赖该顾问的意见的客户。

根据商品期货交易委员会的透过式方法，许多对冲基金都被视为商品交易顾问，尽管它们仅为富裕和成熟的客户提供意见。"通过监管所有类型和规模的商品池，并将投资基金视为所有个人投资者的集合，在默认情况下，商品期货交易委员会成为对冲基金市场任何部分的唯一积极监管者。"[③]《2000年商品期货现代化法》（CFMA）通过后，商品期货交易委员会开始重新思考它的监管角色[④]。该法反映了对于仅涉及富裕、成熟投资者的商品市场，该委员会放松监管的决定。因此，在对冲基金行业的管理基金协会提出向仅为富裕、成熟客户服务的顾问授予"成熟投资者豁免"，无须登记为商品交易顾问的申请后，商品期货交易委员会欣然接受[⑤]。2003年8月8日，商品期货交易委员会采纳了这一豁免，并采用了不透过实体统计客户的方法，从而在考虑是否要求注册为顾问时与证交会保持一致。

一位评论人士预计，由于对规则的这一修订加上其他修订：

> 商品期货交易委员会在期货市场的监管作用将收缩至原监管范围的一小部分，这可能带来一个全新的监管格局……其中（证交会）对对冲基金市场行使监管权力，包括之前受商品期货交易委员会监管的商品池和交易顾问[⑥]。

---

① 参见 *CFTC v. Savage*, 611 F. 2d 2d 270 (9th Cir. 1979)。

② 参见 *Abrahamson v. Fleschner*, 568 F. 2d 862 (2d Cir. 1977)。

③ 参见 Susan C. Ervin, "Letting Go", 第1页、第3页。

④ 参见 Pub. L. No. 106-544, 114 Stat. 2763。

⑤ 参见 Pub. L. No. 106-544, 114 Stat. 2763。

⑥ 参见 Pub. L. No. 106-544, 114 Stat. 2763，第1页。

事实上，证交会已经在实施这一进程，由于对冲基金涉及共同基金的择时交易和逾时交易，该会的工作人员正考虑是否需要对对冲基金进行监管。毫无意外，证交会人员的研究结论是需要对对冲基金进行监管控制，包括其注册为投资顾问。在与涉及逾时交易和择时交易案件的对冲基金和解中，证交会的工作人员还希望达成公司治理改革目标。

在商品期货交易委员会采纳证交会的方法，决定不透过实体统计客户数量后大约6个月，证交会改变了立场，决定采用商品期货交易委员会原来的观点，即开始透过对冲基金统计客户的数量，以要求对冲基金注册为投资顾问。证交会再次以3:2这一极具党派性的表决结果通过决议。新规则要求对冲基金从2006年2月1日起在证交会注册为投资顾问。可以预见，这将成为对冲基金每次出现新的丑闻后被要求更多监管的依据。与过去一样，根据新的规则，注册后的对冲基金接受证交会的审计，被要求建立规定的账簿和记录，且必须聘用一位合规官并建立合规制度，此外还必须披露所管理的资金规模。

有关对冲基金须注册为投资顾问的要求受到哥伦比亚特区上诉法院的质疑。该院裁定，证交会在定义客户时将对冲基金的参与人包含在内实属武断。它认为，“该委员会希望有一个条框来容纳更全面的对冲基金监管，这是可以理解的。但它不得通过曲解含义来达成其目标”[①]。证交会确实采纳了有关对冲基金顾问的反欺诈规则，这也许是对这些先进业务而言唯一需要的地方。2007年8月，该会工作人员向多家对冲基金发函，要求提供相关信息，说明由于主经纪商泄露信息而潜在的滥用内幕信息的情况、对冲基金如何对其投资组合进行估值的方法以及其他方面的信息。加州企业管理局随后效仿证交会，宣布计划要求对冲基金在该部注册，但在2008年5月这一计划被撤销。

证交会监管对冲基金的企图流产后，总统金融市场工作组（President's Working Group on Financial Markets，PWG）重新研究了对冲基金监管的问题。

---

① 参见 *Goldstein v. SEC*, 451 F. 3d 873 (D. C. Cir. 2006)。

该工作组的结论认为,“私募资本池对金融市场大有裨益”,“市场纪律”足以防止对冲基金的滥权行为,无须额外的监管①。美联储主席本伯南克(Ben S. Bernanke)也相应表示:

> 它们的快速增长是美国金融市场过去十年左右最重要的发展之一。对冲基金的投资策略和所承担的风险范围十分广泛,但总体上,大部分经济学家都同意对冲基金的兴起对投资者和金融市场都是一个积极的发展。它们促进了近年来突飞猛进的创新,而且这些新的金融工具的使用,极大地增强了我们金融体系的流动性、效率和风险共担能力②。

总统金融市场工作组也向对冲基金的投资者、管理人和对手方提出了多方面的最佳实践建议。

2008 年 2 月,政府问责局的一份报告结论认为,债权人、对手方和其他市场参与者在处理对冲基金时都表现出了纪律,限制了对冲基金的杠杆和风险,而这也一直是总统金融市场工作组所建议的。两个月后,财政部发布了有关对冲基金运作和对冲基金投资者责任的两份报告,由财政部长任命的顾问委员会编写。第一份报告的重点是对冲基金的运作,建议对冲基金加强持仓估值披露以及向投资者提供经审计过的财务报表。第二份报告的重点是对冲基金投资者的作用,此外,为计划投资对冲基金的受托人提供了指引。其中一个顾问小组希望加强对难以估值资产的披露,这部分资产被称为“第二级”(level-two)资产。

这些报告似乎说明,政府已经放弃监管对冲基金并将其交由基金管理人自己管理。但这一观点言之过早,次贷危机揭开了许多问题以及大规模的对冲基金欺诈,这再次说明需要证交会来监管对冲基金。

---

① 参见 Agreement Among PWG and U. S. Agency Principals on Principles and Guidelines Regarding Private Pools of Capital,第 1 页。

② 参见 Bernanke,“Financial Regulation and the Invisible Hand”。

第2节 对冲基金的扩张

对冲基金上市

过去，对冲基金采用非上市公司的组织形式，从而免受公众的监督。此外，人们也担心对冲基金上市会使其成为受《1940年投资公司法》管辖的投资公司，并事实上导致其无法经营。然而，证交会裁定该法不适用于对冲基金。2007年2月，在获得监管部门首肯后，城堡投资集团（Fortress Investment Group）成为第一家上市的对冲基金，五名股东所持的股权估值超过100亿美元，但其股价因信贷市场危机而受损，并一路跌到年底。2008年，城堡投资集团向其明星交易员亚当·利文森（Adam Levinson）授予3亿美元的股票奖励。然而随着次贷危机加深，公司遭受了严重的投资损失。在城堡投资集团旗下最大的对冲基金暂停赎回后，公司的股价于2008年12月3日暴跌25%。从正式上市到2009年1月，城堡投资集团的股票价值损失了95%。

2008年12月，纽约德雷尔律师事务所（Dreier）的离奇欺诈案曝光，城堡投资集团也牵涉其中。该所创始人兼所有者马克·德雷尔（Marc Dreier）毕业于哈佛大学法学院，在加拿大出席多伦多教师养老金计划的会议时被捕。在那里他将自己伪装成养老基金的代理人，并通过出售伪造的票据从城堡投资集团获得资金。在加拿大获得保释后，他返回纽约，随后又被逮捕，因为他已经在美国受到调查。德雷尔被指控向对冲基金和其他机构投资者销售伪造的票据，并谎称该票据由自己的客户，房地产投资公司索洛不动产（Solow Realty）发行。德雷尔被指控编织骗局诈骗7亿美元，包括从某个破产账户骗取了3800万美元。他的同谋柯斯达·柯瓦舍夫（Kosta Kovachev）也同时被捕。

德雷尔一直利用诈骗所得过着穷奢极糜的生活。他拥有一艘价值1500万美元的游艇，在长岛有两幢别墅，在曼哈顿还有一套豪华公寓。他斥资3000万美元购置艺术品来装扮办公室，为一些秘书支付高达20万美元的工资。在

司法部发布它通常的替代起诉书，将可能的刑期提高到145年后，德雷尔承认了洗钱犯罪指控，并被判处20年有期徒刑。前证交会执法律师也承认了协助德雷尔开展诈骗的犯罪指控。

2007年，另一家对冲基金奥奇—齐夫资本管理公司（Och - Ziff Capital Management）在一片喧嚣中上市，但它的股价随后下跌，从最高位的26.75美元跌至2008年的3.13美元。曼氏集团［Man Group，后更名为明富环球（MF Global）］在2007年夏季上市，成为全世界最大的上市对冲基金。上市并不是一个热点问题，面对房地产市场下跌和次贷危机，这家对冲基金面临的风险引发了人们的担忧，股价很快下跌了大约20%。尽管如此，该公司在继续成长。2008年6月，明富环球持有的资产达到785亿美元，并且在2008年的两个月内就筹集了大约40亿美元。次贷危机加上投资者对对冲基金上市的认可度不高，拦住了它们进一步上市的步伐。

对冲基金的滥用

2004年，证交会注意到，对冲基金的增长伴随着对冲基金欺诈执法案件的大量令人不安的增加。在此前五年，证交会立案51件，指控对冲基金的顾问欺诈对冲基金的投资者或其他人超过11亿美元[①]。但与美国7000多家对冲基金管理的8700亿美元资产相比，证交会所提到的对冲基金欺诈损失金额不过九牛一毛。对冲基金欺诈仅影响了对冲基金持有投资者资金的大约0.001%[②]。尽管如此，一旦发生欺诈，其规模往往是巨大的，如涉及对冲基金错误使用共同基金收盘估值的择时交易和逾时交易所证明的那样。而更糟糕的是屡见不鲜的盗窃以及掩盖巨额损失的行为。

对冲基金霸友证券（Bayou Securities）曾管理4.5亿美元的资产，但在它的创始人萨缪尔·伊斯雷尔三世（Samuel Israel III）宣布将在46岁退休以有更多的时间陪伴家人后，被发现4亿美元的资金不翼而飞。损失曝光后，伊斯雷尔被捕并被指控欺诈，他和他的首席财务官丹尼尔·马里诺（Daniel Ma-

---

① 参见69 Fed. Reg. 72054, 56（2004年12月10日）。

② 参见Jerry W. Markham, "Mutual Fund Scandals"，第67页、第120页。

rino）承认犯有欺诈罪，并都被判处 20 年有期徒刑。因涉及霸友证券案，詹姆士·马奎斯（James G. Marquez）被判处四年多有期徒刑，并被裁定退还 626 万美元。严酷的判罚现已成为法官给金融犯罪分子的日常大餐，这对违法者起到了很好的威慑作用。就在他应当到监狱报到前，伊斯雷尔突然失踪了，他的轿车停在一座桥边，在只剩下灰烬的车中留下一条笔迹潦草的自杀信息："自杀没有痛苦。"这是著名电影以及后来的电视连续剧《陆军野战医院》的主题歌。但检方怀疑伊斯雷尔是否真的自杀了，因为在桥下的河中并没有找到他的尸体。一场大搜捕开始了，对伊斯雷尔的"紧急通缉令"称他可能拥有武器，十分危险。伊斯雷尔的女友黛波拉·瑞恩（Debra Ryan）也被逮捕，并被指控协助和教唆前者的逃逸，后来她获得保释。事实上，他一直躲藏在马萨诸塞州（Massachusetts）的房车露营区并在几周后自首，最终被判处 20 年有期徒刑。而霸友证券的投资者得以通过仲裁从高盛手中收回 2060 万美元。高盛是霸友证券的主经纪商，投资者指控高盛无视欺诈的警告迹象。

其他一些对冲基金欺诈者也试图逃走，但都被抓获。安吉罗·哈利吉安尼斯（Angelo Haligiannis）是一宗 2700 万美元对冲基金欺诈案的始作俑者，他在被软禁（父母家中）等待宣判期间割断脚铐后逃走，几个月后在一个希腊岛屿上被捕并被引渡回美国。柯克·莱特（Kirk Wright）利用他在亚特兰大的国际管理基金（International Management Associates）诈骗了投资者 1.5 亿美元，然后逃之夭夭。他在佛罗里达州迈阿密（Miami，Florida）被捕，但在亚特兰大监狱羁押期间自杀。柯克面临最高 710 年有期徒刑和最高 1600 万美元的罚金，证交会已经取得了对他判处 2000 万美元罚金的判决。柯克案的受害者包括国家橄榄球联盟（National Football League，NFL）的多位球员，他们的损失合计超过 2000 万美元。这些球员起诉国家橄榄球联盟及其球员工会，指控后者为柯克提供背书，将其描绘为一位良好的投资顾问。

商品期货交易委员会指控交易风国际基金二期（Tradewinds International Ⅱ）高报资产价值。该对冲基金声称有超过 1800 万美元的资产，但其实际金额仅 110 万美元，而它在实际遭受损失时却声称有 12% 的收益。基金经理查尔斯·哈里斯（Charles L. Harris）使用对冲基金的资金购买豪车和一幢在佛

罗里达州的别墅。他乘坐游艇逃亡，并在给投资者发出的 DVD 中承认不当交易，后被抓获。

迈克尔·伯格（Michael Berger）负责对冲基金曼哈顿投资基金（Manhattan Investment Fund）的管理，他向投资者隐瞒了3.5亿美元左右的交易损失。伯格逃离了美国，在被奥地利警方逮捕之前已经逍遥了5年。伯格的对冲基金使用贝尔斯登为主经纪商。某联邦地方法院裁定贝尔斯登在伯格暴露和逃亡前已经获得了有关他欺诈案的协查通报，这导致贝尔斯登可能依据破产法承担责任。在一次鸡尾酒会上，贝尔斯登的一位高管听到与他所了解的该对冲基金经营方式不同的信息，但法院也注意到在收到该信息后，贝尔斯登确实已经开始调查，而这种行为可以构成善意证明[①]。

该院治安官以贝尔斯登为该对冲基金提供清算服务为由，要求贝尔斯登支付1.251亿美元，后来该联邦地方法院撤销了治安官的裁定[②]。曼哈顿投资基金的投资者指控贝尔斯登在该对冲基金的交易中不执行保证金规则，并对贝尔斯登提出集体诉讼，但被驳回。某联邦法官裁定这一行为并不是导致投资者损失的直接原因；相反，他们是伯格的庞氏骗局的受害者。

曼氏集团为非自营的对冲基金提供清算服务，包括在开曼群岛注册的对冲基金费城另类资产管理公司（Philadelphia Alternative Asset Management Co.，PAAMCO），该基金主要招募美国投资者。费城另类资产管理公司的基金经理保罗·尤斯塔斯（Paul Eustace）因向投资者隐瞒大约2亿美元的损失而被起诉。他曾在特劳特交易公司（Trout Trading）担任七年总裁，后者是商品期货业规模最大、最有名望的对冲基金之一，管理资产规模超过10亿美元。他报告称费城另类资产管理公司利润巨大，从而吸引了额外的投资者加入，这让他可以收取巨额的业绩提成，但事实上他已经损失了大部分资金。尤斯塔斯通过其在曼氏金融的账户隐藏交易损失，但没有向对冲基金的行政管理人瑞银基金服务（开曼群岛）公司［UBS Fund Services（Cayman）］报告[③]。

---

① 参见 *In re Manhattan Investment Ltd.*，2007 WL 4440360（SDNY 2007）。

② 参见 *Gredd v. Bear Stearns Securities Corp.*（SDNY December 17，2007）。

③ 作者在此案中担任曼氏金融的专家证人。

尤斯塔斯被起诉欺诈，检方指控他用对冲基金的管理费购买礼品，以及用于一位女朋友的隆胸手术。某联邦法院裁定他向商品期货交易委员会退还管理费并支付罚款3亿美元。2007年12月，明富环球同意向商品期货交易委员会和投资者支付7700万美元，以和解它怠于监督尤斯塔斯的活动的指控。对于为什么商品期货交易委员会认为曼氏金融有义务监督一家已经在该委员会单独注册的独立对冲基金，不得而知。尽管如此，商品期货交易委员会正在将其监督要求扩大化，因为正常情况下这仅要求监管一家企业自己的员工。

对冲基金欺诈还在继续上演。对冲基金盖特威资本（Gateway Capital）的创始人霍华德·施奈德（Howard Schneider）承认将数百万美元的投资者资金用于个人消费以及他的金币收藏，并在2008年4月被判处8年有期徒刑。对冲基金经理麦克·劳尔因（Michael Lauer）通过他的力新集团（Lancer Group）对冲基金诈骗客户超过2亿美元，一旦被定罪，他将面临最高20年的有期徒刑。里奇资本管理公司（Ritchie Capital Management）所管理的一只对冲基金被迫破产，基金经理之前曾试图将资产转移到“侧袋”账户中而引起争议，因为后者的目的是用于存放难以估值的资产，但也限制了投资者赎回对冲基金权益的能力。与次贷危机期间浮出水面的伯纳德·麦道夫以及斯坦福对冲基金庞氏骗局相比，这些对冲基金欺诈不过是小巫见大巫。

瑞富集团为多家大型对冲基金和商品池提供清算服务，在上市后两个月就因被发现向审计机构隐瞒了4.3亿美元的债务而宣布倒闭，让通过这家大型期货经纪商交易的商品池面临困难。著名商品交易员詹姆士·罗杰斯（James B. Rogers）发起的商品池在瑞富集团有3.62亿美元的存款，瑞富集团破产让这些基金面临风险。瑞富集团首席执行官菲利普·罗杰·贝内特（Philip R. Bennett）及其首席财务官罗伯特·特罗茨恩（Robert Trotsen）承认了与此骗局有关的犯罪指控。在证交会要求的每个季度财务报告期结束前，贝内特和特罗茨恩就将损失从瑞富集团的账簿转移到他们控制的另一家公司。认罪后的贝内特最高可能面临300年的有期徒刑。但地方法院法官对贝内特毫不同情，指出在“后安然时代”，老年高管开始“将牢底坐穿”的刑期将

不再是奇闻[1]。最后，他被判处相当仁慈的16年有期徒刑。瑞富集团的另一位前首席执行官多内·格兰特（Tone Grant）是一位著名的海军陆战队老兵，陪审团判决他参与诈骗罪名成立并获得十年有期徒刑。

瑞富集团前执行副总裁桑托·玛吉奥（Santo Maggio）与检方达成认罪协议，同意指证其他瑞富集团的高管以减轻自己的刑罚并被迫交出2300万美元。在一次针对外部律师的非寻常诉讼中，检方起诉瑞富集团的外部法律顾问、著名衍生工具律师、孖士打律师事务所（Law Firm of Mayer Brown）合伙人、前空军上尉约瑟夫·柯林斯（Joseph P. Collins）。此外，证交会也对柯林斯提出了指控并达成和解。由于柯林斯拒绝认罪，政府取得的替代起诉书增加了最高可导致85年有期徒刑的新指控。2009年7月，某陪审团判决他欺诈和同谋罪名成立，但在其他九项指控上僵持不下。最终柯林斯被判处七年有期徒刑，但他对此判决提起了上诉。针对柯林斯及其律所的集体诉讼均被驳回，因为他们并未向投资者作出虚假陈述，这是按照最高法院最新规定，依据联邦证券法律承担责任的一个前提条件。

第3节　私募股权投资的兴起

简单溯源

独立战争以前，集中私人资本发展产业的情况在美国比较罕见，英国皇室在签发法人执照时的限制条件就是禁止集中资本发展产业。因此直到独立战争后，公众所有的公司不能发展，而私人企业家只能以个人、合伙或通过联营的方式经营。

这包括许多建国先驱，他们最大的投机涉及通过英国皇室颁发的“特许状”拥有广袤土地的地产公司，包括乔治·华盛顿参股的俄亥俄公司（Ohio Company），据称拥有20万英亩土地；托马斯·杰弗逊（Thomas Jefferson）的

---

[1] 参见“Refco's Ex - Chief Pleads Guilty to Fraud and Conspiracy”，《纽约时报》，2008年2月16日，B2版。

父亲参股的罗雅尔公司（Loyal Company）；托马斯·潘恩（Thomas Paine）属于投资者之一的印第安纳司（Indiana Company）；以及本杰明·富兰克林（Benjamin Franklin）参股的海纳公司（Susquehanna Company）。此外，还有詹姆士河公司（James River Company）、开普菲尔公司（Cape Fear Company）、宾州土地公司（Pennsylvania Land Company）、特兰夕法尼亚公司（Transylvania Company）、荷兰土地公司（Holland Land Company）、北美土地公司（North America Land Company）和弗吉尼亚亚祖公司（Virginia Yazoo Company）。

航运是另一个热门生意，投资者租用船舶和船员捕鲸捕鱼或者完成贸易运输。更宏大的项目包括发展与中国的贸易，但因独立战争而推迟，直到 1784 年美国轮船“中国皇后号”（Empress of China）才抵达广州，该船的投资者包括大陆军的“金主”（financier）罗伯特·莫利斯（Robert Morris）。这种冒险也凸显了这些群体的弱点，他们没有系统的管理制度，频繁围绕业务争吵，导致业务受损[①]。但与中国的贸易还是顺利地向前推进了，这为约翰·雅各布·阿斯特（John Jacob Astor）的巨大财富奠定了基础，他的轮船将夏威夷檀香木和其他商品运往中国，然后将茶运回美国，一次航程的利润高达 10 万美元。

独立战争后，各州开始为商业企业颁发执照。这些企业采用股份公司的形式，常常通过认购的方式向公众出售股份。这些股份将在市场中交易，纽交所、费城证券交易所（Philadelphia Stock Exchange）和场外交易市场由此诞生。私募股权投资并未消失，但金融的中心转向了大型上市公司，包括银行、保险公司、运河公司、铁路以及后来的大工业企业。

19 世纪最后的 25 年间，上市公司开始整合，将地方孤立的经济转变为全国性的经济，范围包括铁路、石油（标准石油公司）以及后来的钢铁［美国钢铁公司（US Steel）］。这些“托拉斯”（trusts）的庞大规模导致滥用支配地位，被斥为垄断。1890 年，美国通过了《谢尔曼反垄断法》（*Sherman Anti-*

① 参见 Robert Morris, The Papers of Robert Morris，第 8 卷，第 857～865 页。

trust），以打击巨型企业的成长，但效果甚微。摩根等大银行和投资银行持有大型上市公司和私人公司的股权，流传极广的投资案例之一要数1901年摩根以4.8亿美元收购卡耐基钢铁公司（Carnegie Steel）。这些私人投资一般被称为商人银行，从中世纪时期在意大利诞生以来，商人银行在境外一直十分流行。

到20世纪30年代，上市公司主导了美国的商贸，也就是在同一时期，阿道夫·伯尔勒对这些公司的管理层发出了著名的抨击，指控这些公司是为了管理层的利益服务，而不是股东的利益①。此外，上市公司也成为20世纪30年代联邦证券法律改革的对象，并在1934年被纳入证交会的控制之下。1933年的《格拉斯—斯蒂格尔法》禁止商业银行从事商人银行和投资银行业务。直到1999年通过的《格雷姆—里奇—比利雷法》（*Gramm - Leach - Bliley Act*）替代该法后，商业银行才被允许重新进入这一业务，即使那时仍有些限制。这让商人银行业务成为投资银行和私人投资池的专属地，并被称为私募股权投资。

联邦证券法律通过时，私募股权投资并不在国会的审查范围内，国会关心的是上市股票的滥用问题。大多数情况下，私人公司都被豁免了《1933年证券法》的要求。如果其股份仅在二级市场面向富裕的个人或大型机构，并且以私下协商的方式出售，则也不在《1934年证券交易法》的监管范围内。这导致私募股权投资依然是私密的，其经营和财务状况极不透明。此外，与上市公司的管理层不同，它们还可以避免证交会、集体诉讼者、检察官、公司治理改革派以及媒体的密集审视。当然，私密的代价是它们无法享受公众股东这一重要的永久资本来源。

风险资本家

从夫妻店到2007年信贷紧缩前占据主导地位的大型私募股权投资企业，私募股权投资的形式有很多。大型私募股权投资企业的小规模前身是“风险

---

① 参见Berle and Means，*The Modern Corporation and Private Propert*。

资本家”（Venture capitalists）（又称风投），有时也被称为“天使投资人”（angels）。他们常常为有潜力通过新产品或新市场取得成功的小型创业者提供“孵化器”（incubator）或微型贷款。风投常常会为缺乏其他资本来源，或者已经用尽授信的创业公司提供资金。风投基金的早期著名案例，是波士顿律师加迪纳·格林内·赫巴得（Gardiner Greene Hubbard）和马萨诸塞州皮革商人托马斯·桑德斯（Thomas Sanders）在1874年提供给亚历山大·格雷厄姆·贝尔（Alexander Graham Bell）的资本，以支持他的电话发明工作。他们还为贝尔电话公司的成立提供了资金。

风投行业在初期也遇到一些挫折。1926年，波士顿百货商店老板林肯·费林（Lincoln Filene）成立了新英格兰理事会（New England Council，NEC），以探索吸引新企业到新英格兰地区的途径，该地区正因纺织工业的下滑而面临困难。新英格兰理事会为此努力了多年，但在为新业务引进资本方面没有取得明显的效果。1941年，新英格兰产业开发公司（New England Industrial Development Corporation，NEIDC）成立，其主要提供有关新业务的报告，并会收取一定费用。如果业务的前景良好，则将会进行优先股投资，但大部分新企业没有资金来支付这一调查。而第二次世界大战前成立的新创业公司（New Enterprises）提供工程勘察服务和有关潜在新企业的保密报告。然后，该企业的参与者可以根据自己的愿望投资自己的资金，但几乎很少有此类投资[①]。

富人家族有时会通过专业的资产管理人提供风险资本。这种投资的典范是1907年亨利·菲普斯（Henry Phipps）成立的贝西默信托（Bessemer Trust），出资5000万美元以投资私人公司。菲普斯是卡耐基钢铁公司的合伙人之一。1974年，贝西默信托对其他富人家族开放，进入21世纪，该信托的管理资产超过500亿美元。

洛克菲勒家族也参与风投，部分项目的收益十分丰厚。他们为美国东方航空（Eastern Air Lines）和道格拉斯飞机公司（Douglas Aircraft）的创立提供

① 参见David Hsu，“Organizing Venture Capital”。

了帮助，对英特尔和苹果计算机公司的投资更让他们赚得盆满钵满。韦特尼家族投资 50 万美元给存储技术公司（Storage Technology）并赚得 5000 万美元。

第一家现代风投企业是美国研究开发公司（American Research and Development，ARD），它于 1946 年由麻省理工学院（Massachusetts Institute of Technology）的校长、波士顿联邦储备银行（Federal Reserve Bank of Boston）主席和哈佛大学商学院的一位教授合作创立，可谓智慧云集。美国研究开发公司希望发扬在第二次世界大战期间开发的技术，它取得的成功之一就是高压工程公司（High Voltage Engineering Company）。1947 年，美国研究开发公司对后者投资了 20 万美元，1955 年该公司上市，并募集资金 180 万美元。在另一项投资中，美国研究开发公司在 1957 年对数字设备公司（Digital Equipment Company）投资 7 万美元，而 14 年后这笔投资的价值已经涨至 3.55 亿美元。另一位著名的风险资本家是约翰·韦特尼（J. H. Whitney），他在 1946 年开始自己的业务，他著名的成功案例是对美汁源果汁公司（Minute Maid）的投资。

1958 年，国会授权中小企业管理局（Small Business Administration）颁发中小企业投资公司（Small Business Investment Companies，SBIC）执照，允许这些公司向政府借款以为创业公司提供融资，为风投的发展提供助力。短短十年时间，大约有 700 家中小企业投资公司为美国的创业公司提供了大部分风险资本。中小企业投资公司出资的多家企业在 20 世纪 60 年代上市。这确立了未来风投的融资模式：提供创业资本，然后通过公开发行上市获得丰厚回报。但 20 世纪 60 年代末的股灾让风投融资从滔滔大江萎缩成涓涓细流。

政府对中小企业投资公司贷款施加限制，也导致这种方式的风投融资不那么受欢迎。到 1978 年，中小企业投资公司的数量锐减至 250 家。完全私有的风投企业开始涌现，取代了中小企业投资公司的地位，包括为创业公司提供小额种子资本的天使投资者和孵化机构，以及希望通过创业企业获得丰厚回报的少数投资银行。一般来说，在该立法之后，风投被引向由管理人控制的风投基金。这些基金中的机构投资者属于被动型参与者，通常都是有限合

伙人。此类基金一般都属于盲池，投资者仅获得有关风险资本家投资策略的简要介绍，例如投资互联网企业，而不是某个具体的公司[①]。

1978年，资本利得税率从49.5%降至29%，风险资本投资者得到又一注推进剂，《1979年职工退休收入保障法》（*Employee Retirement Income Security Act of* 1979，ERISA）的通过让私募股权投资的发展更是如虎添翼。该法放松了委托投资的标准，允许它们将风险更高的资产作为其总体投资组合的一部分。大量的资本随之进入风投行业，尤其是希望实现投资组合多元化的养老基金。

结果也令人惊叹。到20世纪80年代末，每年大约有130万家新企业成立。而1980年以前，大公司创造了美国的大部分新就业岗位，而到20世纪90年代，《财富》500强公司损失了400万个就业岗位，但员工人数不到100的公司同期创造了1600万个就业岗位，二者形成了鲜明对比。

20世纪90年代，风险资本家使用投资者和他们自己的资金投资互联网公司创业。风投们常常是先持有新企业的股权，在企业公开上市后，与其他股东一起卖出股票，获得现金。风投基金通常会取得大投资者的资本承诺，投资周期最长可达10年。风险资本家将在机会出现时根据需要使用这些承诺。

现代风投企业实际上正在重复20世纪60年代的道路，也就是纽约海登斯通证券公司（Hayden Stone）的投资银行家亚瑟·洛克（Arthur Rock）搬往加州，在硅谷成立两只风投基金之时。他投资的对象包括苹果计算机公司、泰莱达因（Teledyne）和英特尔。其他风投也采纳了洛克的商业模式，文洛克创投公司（Venrock Associates）向苹果公司投资的150万美元已经涨至1亿美元。新科特证券（New Court Securities）和其他风投向联邦快递公司投资了2500万美元，这笔投资现已增值到12亿美元。这些成功带动了风投产业的形成，尽管大约有一半的风险投资都不得不以损失告终。

风投业务主要集中在西海岸，占20世纪90年代风投总额的48%，而传统的筹资来源地东北地区仅占20%。

---

① 参见 Ronald J. Gilson, “Engineering a Venture Capital Market”，第1067页。

最成功的互联网风投基金包括旧金山的凯鹏华盈（Kleiner, Perkins, Caufield, & Byers），该基金成立于1972年，创始人为仙童半导体公司（Fairchild Semiconductor）创办人之一尤金·克莱纳（Eugene Kleiner）以及前惠普高管汤姆·珀金斯（Tom Perkins）。阿尔·戈尔（Al Gore）和柯林·鲍威尔（Colin Powell）后来也加入该公司，以发挥其政治影响力。凯鹏华盈在1972年成立时的初始投资基金为800万美元，经过十年时间的发展已经增加到近3亿美元。凯鹏华盈对天腾电脑（Tandem Computers）的150万美元投资增值到2.2亿美元。对基因泰克公司（Genentech）的投资也异常成功，在两年时间内为凯鹏华盈带来了200%的投资回报。其他投资对象包括网景（Netscape）、谷歌和亚马逊网。2008年3月，凯鹏华盈宣布成立1亿美元的iFund基金，为苹果iPhone和iPod的应用开发提供资助。

其他著名的风投企业被称为HARM帮，有时也被称为“四骑士”（Four Horseman），包括汉博奎斯特公司［Hambrecht & Quist，1999年被大通曼哈顿银行（Chase Manhattan Bank）以14亿美元收购］、布氏公司［Alexander Brown and Sons，1997年被信孚银行（Bankers Trust）收购，后来被德意志银行收购］、罗伯逊－斯蒂芬斯公司［Robertson Stephens，被美国银行收购，后来被出售给富利波士顿（FleetBoston）］以及蒙哥马利证券（Montgomery Securities，1997年被国民银行以14亿美元收购，后来被并入美银证券和从蒙哥马利证券分拆出来的托马斯—韦塞尔基金）。

风险资本的规模从20世纪70年代的大约30亿美元增加到80年代末的超过300亿美元，大约有650家风投基金在募集资本。1972—1992年，风投帮助近千家企业完成上市，它们常常成为流行的“热点问题”，并快速冲破首发价[①]。某些公司股票的首日股价涨幅令人不可思议。1995年8月，网景公司首发上市时，定价28美元的股票立即上冲至75美元，首日收盘价58美元，成交量超过1300万股，据称这启动了互联网牛市的行情。1999年，超过250家互联网相关公司上市，首日股价平均涨幅高达84%。VA Linux的股价在上

① 参见Paul A. Gompers, “The Rise and Fall of Venture Capital”。

市首日从30美元涨至300美元；Priceline.com的股价开盘16美元，收盘69美元，后来更涨到每股162美元；红帽子（Red Hat）的股价在开盘第一个小时内暴涨50美元；施恩公司（Scient）的股价涨幅高达123美元；亚马逊网的股票在上市首日攀升30%，三个月内上涨了3倍；易趣（EBay）首发价18美元，三个月内涨至每股240美元。

2000年股灾基本上令风投的IPO进程戛然而止，但股灾之后风投并未消失，而是将其投资重点从互联网企业转向更成熟、更大型的企业，这要求更多的资本，从而催生了私募集团。

私募股权投资

“私募股权投资”（private equity）在很多方面都是风险投资的对立面。风险投资将企业带到公开市场帮助它们上市，而私募股权投资常常会收购上市公司，将其私有化以完成长期结构重组，然后再重新出售（通常是上市）[①]。20世纪80年代爆发了针对上市公司的大规模收购战，私募股权投资由此诞生。并购交易喷发，英国商人詹姆士·戈德史密斯爵士（Sir James Goldsmith）、卡尔·伊坎（Carl Icahn）、鲁伯特·默多克、布纳·比肯斯（T. Boone Pickens Jr.）、巴斯兄弟（Bass）、埃尔文·雅各布（Irwin Jacobs，“埃尔文清算者”）、索尔·斯坦伯格（Saul Steinberg）和罗纳尔德·佩里尔曼（Ronald Perelman）等人纷纷“突袭公司”。通常是一家上市公司收购另一家上市公司，但杠杆收购（leveraged buyouts）这种新的方式也横空出世，在私募股权投资企业或公司突袭者的帮助下，由公司自己的管理层收购上市公司，然后再私有化。

此类收购的资金来源于巨额的银行贷款以及高利息的“垃圾债券”（junk bonds）。此类债券违约的可能性非常高，因此被称为垃圾债券。将此类“高收益”债券作为一种融资工具，是德崇集团的迈克尔·米尔肯的特别发明。他会向希望收购某家上市公司的当事人发出一封信，声称他“高度确信”杠

---

① 一般请参见Guy Fraser-Sampson, Private Equity as an Asset Class。

杆收购所需的资金可以通过发行垃圾债券筹得。他确实也如约兑现了承诺，通过多次发行筹集了数十亿美元。正如下文所述，米尔肯陷入了华尔街最大的丑闻之一中，德崇集团也遭受沉重打击，随后很快倒闭。

著名的私募股权杠杆收购案例，包括前财政部长威廉·西蒙（William Simon）成立的韦斯瑞公司（Wesray）。1982 年，他的公司以 8000 万美元收购了吉布森贺卡公司（Gibson Greetings），其中 7900 万美元都属于借款。西蒙在 16 个月后以 2.9 亿美元卖了该公司，个人赚得 6600 万美元。而更著名的私募股权投资企业要数成立于 1976 年的科尔伯格—克拉维斯—罗伯茨（Kohlberg Kravis Roberts，KKR），三位创始人原在贝尔斯登工作，初始资本仅 12 万美元。很快 KKR 便通过杠杆收购的方式收购了价值数十亿美元的企业，它大量发行垃圾债券，许多都由德崇集团承销。KKR 还向投资者筹集资金，包括富人和保险公司。1979 年，KKR 完成了首笔对上市公司的杠杆收购。到 1992 年，KKR 已经参与了 38 起杠杆收购案，总价超过 600 亿美元。

一家经常成为公司突袭者收购"目标"的上市公司发现，报价一旦公布就会点燃竞购战火，其他公司或集团会相互倾轧，竞相提高报价，有时会达到天文数字。以罗斯·约翰逊（F. Ross Johnson）所领导的雷诺纳贝斯克（RJR Nabisco）为例，约翰逊是一位具有传奇色彩的人物，他将雷诺纳贝斯克视为自己的个人封地，用公款建立起自己不折不扣的空军，拥有数十架飞机，包括两架湾流 G4s，每架价值 2100 万美元。此外，他还建立了一个公务机库"泰姬陵"（Taj Mahal），修建成本高达 1200 万美元，另外还花了 70 万美元购买家具和艺术品来装饰雷诺纳贝斯克的机队。公司董事被敦促使用公务机办理公务或休闲，因为按约翰逊的话说，"它们会随叫随到"。约翰逊新建的公司总部大楼位于亚特兰大，包括一面耗资 10 万美元的天然漆中式屏风、一套价值 3 万美元的古董椅子，以及他办公室价值 5 万美元的波斯地毯。约翰逊对名人也大慷公款之慨，例如詹姆士·辛普森（O. J. Simpson）就因救场获得了 25 万美元。

1988 年 10 月，他宣布和公司的其他高管将以 170 亿美元杠杆收购公司，每股 75 美元，比市场价格高 20 美元，这点燃了收购雷诺纳贝斯克公司的战

火。约翰逊拒绝了KKR与管理层团队联合收购的请求。后来，KKR决定与约翰逊进行竞争，以每股90美元的投标报价收购公司87%的股份，剩余的股票将在后期收购。董事会专门成立了一个特别委员会对公司进行公开拍卖，并设定了提交收购要约的截止日期。约翰逊将收购价格提高到每股100美元，而KKR的报价是每股94美元。

另一家竞购者第一波士顿公司（First Boston）提交了第三方报价，采用具有创新性但有点复杂的报价结构，估值为每股98～110美元。后来，特别委员会决定继续竞购流程。这次，KKR将报价上调到每股106美元，而约翰逊集团将其报价提高了1美元，为每股101美元。第一波士顿也上调了报价，但其条件似乎不确定性太高，以至于无法保证付款。

该特别委员会选择了KKR的报价，但约翰逊要求再给一次报价机会，并将报价上调到他所谓的每股108美元，后来更增加到每股112美元。但报价并不是完全确定的，因为它包含了发行的某些难以估值的证券。为该特别委员会提供顾问服务的投资银行对约翰逊报价的评估略低，为每股109美元。KKR也将其报价提高到每股108美元，后来提高到109美元，但投资银行对其报价的估值为108.50美元，因为它也包含价值不确定的证券。这导致投资银行的结论是这两份报价的价值基本上相同。经过一些研究后，特别委员会接受了KKR的报价。

这一划时代的收购战与约翰逊奢靡的生活方式一样，引发了媒体的关注。为安抚在收购战中败北的他，他获得了5300万美元的“黄金降落伞”，令他的荒诞行为成为传奇。这场战役以及约翰逊的逾矩行为，成为畅销书和电影《门口的野蛮人》（*Barbarians at the Gate*）的主题。此外，它也创下了有史以来最大的私募股权交易纪录，直到2006年KKR收购比尔·福雷斯特（Bill Frist）参议员家族创建的医院HCA才让出桂冠。尽管收购雷诺纳贝斯克公司让KKR声名斐然，但其实赚钱不多，KKR用了六年时间才收回投资。

20世纪80年代的收购热潮被一系列内幕交易丑闻颠覆，特别是深处丑闻震中的华尔街著名投资银行家伊凡·博斯基（Ivan Boesky）和丹尼斯·利文（Dennis Levine）。为了减少他的刑期，博斯基举报了迈克尔·米尔肯。米尔

肯在检察官的威逼利诱下作出有罪供述，被判决在当时令人震惊的10年有期徒刑，并支付罚金6亿美元，后来米尔肯的刑期被减至三年。他所在的德崇集团也被起诉，承认了重罪指控，并因米尔肯的行为被罚款6.5亿美元。公司由此一蹶不振，最终走上破产。德崇集团在倒闭时的未清偿债务余额约为30亿美元。公司因流动性危机而被拖垮，再也无法为其在商品票据市场的短期操纵提供资金，这也是次贷危机期间其他投行倒塌的原因。

私募股权投资东山再起

2002年《萨班斯—奥克斯利法案》给上市公司带来高昂的成本，检察官、集体诉讼和工会养老基金对管理层的骚扰愈演愈烈，成为上市公司高管的日常噩梦。此前私募股权投资继续默默成长，直到上市公司管理层千方百计寻找途径逃避该法的沉重负担，它们才再次显山露水。因为私募股权投资无须面对这些挑战，私募股权企业的管理层可以按照自己的愿望确定薪酬，无须担心来自媒体的批评和股东的抨击。由于《萨班斯—奥克斯利法案》以及代价高昂、蠢招频出的证交会规定，“正常的人谁会想在今天的公司董事会任职呢?”① 但私募股权投资也遇到了批评。沃伦·巴菲特曾经将它们比作“成人用品店经营者”。他认为私募股权企业剥夺了它们收购得来的资本，给它们带来令人窒息的债务以获得杠杆②。

批评并未止住私募股权投资业的发展。从2003年至2006年，大约25%的上市公司收购案都由私募股权企业进行。从2004年至2006年，公司私有化退市的价值增加了3倍。2006年前十个月，超过2100件私募股权收购项目被提出，总价值5830亿美元，比上一年增加了1380亿美元。截至年底，2006年上市公司收购的总价值达到7098亿美元。2007年，私募股权投资项目的总价值达到1.3万亿美元。

2007年，私募股权企业募集的资本承诺超过3000亿美元，“与上一年筹

① 参见Michael S. Malone, “The Pump and Dump Economy”,《华尔街日报》, 2006年12月21日, A16版。

② 参见Hedi N. Moore, “Buffett Versus Private Equity”,《华尔街日报》, 2009年3月3日, C3版。

集的2550亿美元相比增加了19%，保持这一增长速度将会使新公司收购的总规模轻松过万亿美元"[①]。2006年，流入私募股权基金的资金规模超过了流入股票型共同基金的规模。甚至上市公司也在私募股权市场筹集资金。2006年，私募股权基金和对冲基金通过PIPE（上市公司定向增发）为上市公司提供了大约277亿美元的资金。

2006—2007年，史上十大收购案中的九宗宣布交易的规模还在稳步上升。2006年7月，贝恩资本（Bain）和黑石集团（Blackstone）同意以60亿美元的对价收购迈克尔斯百货（Michaels Stores）。2006年，HCA以213亿美元现金加承担117亿美元债务的代价私有化退市。2007年1月，围绕公平写字楼地产（Equity Office Properties Trust）的收购战打响，黑石集团报价200亿美元。其他投资者组成的联合体也参与竞标，最终黑石集团以230亿美元的报价胜出。黑石集团还希望收购品尼高食品集团（Pinnacle Foods），2007年7月，它以200亿美元的对价收购了希尔顿酒店。2007年5月，某私募集团同意以190亿美元的价格收购清晰频道通信公司（Clear Channel Communications）。在另一起巨型私募股权收购案中，安大略省教师养老金计划（Ontario Teachers Pension Plan）、普罗维登斯资本（Providence Equity Partners）与麦迪投资公司（Madison Dearborn Partners）在2007年7月以326亿美元收购了BCE。在又一起超级收购案中，KKR和得克萨斯太平洋集团（Texas Pacific Group）计划以320亿美元收购得克萨斯州公用事业公司（TXU）。

2006年的私募股权投资池包括管理资产规模达710亿美元的黑石集团、470亿美元的凯雷集团、300亿美元的科尔伯格-克拉维斯-罗伯茨、240亿美元的博龙资本管理（Cerberus Capital Management）[②]。这些私募股权投资池吸引了希望在公共交易所以外寻找另类投资的对冲基金和养老基金投资者。这一前景兴旺的另类市场促使多家券商开发了私募股权电子交易所，从而提供买卖私募股权投资项目的场所。但这最终被纳斯达克的Portal系统取而代

① 参见Steven M. Davidoff，"Black Market Capital"，第172页、第176页。

② 参见Charles Duhigg，"Can Private Equity Build a Public Face?"《纽约时报》，2006年12月24日、板块3第1页、第4页。

之，该系统依据证交会规则144A运行，允许机构交易非登记证券。

2007年8月8日，黑石集团在筹集了近220亿美元后，停止了这家全世界最大私募基金的所有进一步投资。私募股权企业向亚洲投资者募集了超过350亿美元以成立并购基金。KKR设立了40亿美元的亚洲基金，得克萨斯太平洋集团（Texas Pacific Group，TPG）筹集了42亿美元成立了一只亚洲投资基金。私募股权基金（CVC Capital Partners）计划筹集50亿美元作为亚洲投资基地。似乎对于成熟的投资者而言，公共市场和证交会监管已经成为过去式。通用电气公司通过GE金融进军私募股权投资业务，专注于中型市场，收购价值低于10亿美元的公司。通用电气公司认为这一中型市场具有更多机会，投资将带来稳健的回报。阿波罗咨询公司（Apollo Advisors）则通过设立总值9.38亿美元的封闭式共同基金的方式进入此市场，为收入在5000万美元至5亿美元的公司提供贷款。

私有化进程的影响是令传统市场感受到压力。2006年，纽交所和纳斯达克退市股票的价值达到近500亿美元。2006年，首次公开发行股票的价值不到上市公司私有化的股票价值的一半。2007年，有926家上市公司私有化。风投基金过去“使用IPO市场作为退出策略……但今天，近90%的风投所支持的创业公司都通过私募交易出售给战略收购方”①。

杠杆贷款

投资者并不是私募基金的唯一资金来源。事实上，它们也大量借款，因此杠杆非常高。最初的借款途径主要是垃圾债券和传统银行贷款，后来演变为杠杆贷款市场，即通过银行出售部分银团贷款的方式发展。杠杆贷款市场进一步扩大到其他金融机构，包括共同基金，作为投资级以下借款人的融资来源。这种方法对借款人极有吸引力，因为他们可以避过“苛刻的证交会披露手续”以及相关成本和风险②。

---

① 参见“Capital Flight”，A8版。另请参见Kit Roane，“The New Face of Capitalism”，《美国新闻与世界报道》，2006年12月4日，第49页（介绍私募股权投资的收购狂欢）。

② 参见标准普尔公司网站（www.standardandpoors.com/home/en/us）。

在杠杆贷款交易中，牵头行负责为私募集团安排贷款承销，将杠杆贷款拆分出售给机构贷款人。最初，参与杠杆贷款银团的银行会为杠杆贷款出资；贷款交割后，参与行将其贷款部分出售给投资者，或自留一部分。这样，银行在贷款到期前无须一直持有贷款，而可以像其他资产一样将其出售，这一过程被称为“先贷款后证券化”。这促进了杠杆贷款二级市场的形成，对机构投资者十分具有吸引力，因为投资级以下借款人支付的利息更高。此类贷款一般采用浮动利率，按伦敦银行间同业市场拆借利率规定幅度内上下浮动。

2005 年，杠杆贷款金额是垃圾债券发行筹集金额的 3 倍。凭借杠杆贷款市场的增长，2006 年私募股权基金在全球完成 3650 亿美元的投资，是上一年投资金额的 3 倍，而上一年又比 2003 年的投资金额增加了 200%。

2006 年，杠杆贷款市场大爆炸，新发行的总规模接近 5000 亿美元，比 2005 年增加 58%。2006 年，机构投资组合持有的杠杆贷款金额猛增至近 1500 亿美元。“市场直接消化了这一庞大的增量，几乎没有遇到任何阻碍。”[①] 进一步加杠杆则会采用“第二留置权”（second lien）贷款的方式，后者的价差高于普通杠杆贷款，但其破产清偿顺位低于其他贷款人。2007 年，杠杆贷款市场再次繁荣，直到信贷紧缩令它戛然而止。2007 年第一季度，市场通过杠杆贷款筹集了 1830 亿美元。到年中时，未清偿的杠杆贷款总额接近 5000 亿美元，约有一半为投资级以下。

2007 年，花旗集团为私募股权借款人承销了 1140 亿美元的杠杆贷款，赚取的服务费大约为 8.5 亿美元。同年美银证券承销了 1450 亿美元的杠杆贷款，但被摩根大通 2170 亿美元的承销金额超过。那时，私募集团已经成为银行的优质客户，在银行的投行业务收入中约占 18%。私募集团并不是唯一的杠杆贷款客户，2006 年 1 月，乔治亚太平洋公司（Georgia Pacific）通过杠杆贷款银团借款 110 亿美元。

杠杆贷款市场受到 2007 年信贷紧缩和 2008 年次贷危机的沉重打击。前十大杠杆贷款承销人列报的杠杆贷款敞口近 2000 亿美元，部分杠杆贷款甚至

① 参见标准普尔公司网站（www.standardandpoors.com/home/en/us）。

被迫核销，加上来自次级贷款的压力，承销人更是苦不堪言。而投资银行的日子可能更苦。1995 年，商业银行持有超过 75% 的银团贷款，但到 2007 年，它们仅持有 13% 的杠杆贷款。对冲基金和其他机构投资者在杠杆贷款市场的占比极高，然而 2008 年不得不以极大的折扣将这些投资抛售以筹集现金。

专门寻找困境债务的秃鹫投资者开始入手这些投资，希望在市场稳定、估值变得更切合实际后赚取巨额利润。困境债务市场的参与者包括某些机会主义投资者，例如卡尔·伊坎（Carl Icahn）和威尔布·罗斯（Wilbur Ross），而共同基金也开始进入该市场。讽刺的是，私募集团本身也在收购面临困境的杠杆贷款，依据的理论也是经济形势稳定后将可赚取丰厚利润。

抵押债务债券

通过使用抵押债务债券（Collateralized Debt Obligations，CDOs），杠杆贷款市场得以进一步扩张。CDO 是一种结构性的融资安排，它将住房按揭贷款等杠杆贷款或其他债务打包到资产池中。据说这是 1987 年德崇集团为帝国储蓄贷款协会发明的，后者在 20 世纪 80 年代的储蓄贷款危机期间倒闭。CDO 由承销人创立，承销人将贷款打包到某个特殊目的实体中并收取服务费，在转交贷款偿还时还会收取额外的 CDO 还款服务费。贷款池的所有者权益将出售给投资者，投资者因而会收到来自杠杆贷款或者 CDO 所含其他资产的支付流。大部分 CDOs 的担保物在清算前都停留在贷款池中，与单位投资信托的方式一样。CDOs 可以被管理，也就是说管理人可以主动买卖池中的资产。CDOs 的性质可能多种多样：某些包含多元化的杠杆贷款。这一概念也适用于按揭贷款，后者正是处于次贷危机中心的金融工具。

杠杆贷款市场通过 CDOs 促进了私募股权债的大规模增加，2006 年大约有 900 亿美元的美国杠杆贷款证券化，是上一年金额的近两倍。其中许多杠杆贷款都属于“轻承诺”（covenant lite）性质，也就是有关债券持有人保护的承诺极少。另一个发展是“合成 CDOs”（synthetic CDOs）的诞生，这种工具的投资者承担与 CDO 相同的风险，但并不持有标的贷款的所有者权益，而是通过资金已到位或尚未到位的信用违约掉期实现。

CDO的结构与其前身抵押担保债券类似，后者允许投资者选择不同部分的还款流，因而拥有不同的收益率、期限和风险。评级机构的参与使它们的可交易性大大提高，评级机构为不同的还款流赋予信用评级，包括投资级及以下评级。而必须在其他部分前优先偿还的高级部分可取得AAA评级。这意味着清偿顺位较低的部分将承担信用风险，或者被认为是这样。夹层部分的评级为AA～BB，其清偿顺位低于高级部分，但高于无评级的权益部分，而后者的风险在证券化贷款发生违约时风险最大。某些CDOs的评级依据来自标的资产的现金流，而其他CDOs则按标的资产的公允价值估值。后一种估值方法在次贷危机期间导致了大面积的核销，因为市场估值经常无法获得或者被设定在甩卖价格。

李祥林（David Li）开发的高斯连接函数风险模型（Gaussian Copula model）适用于CDOs，与适用于期权的布莱克—斯科尔斯模型（Black - Scholes）类似：它允许使用数学公式进行估值。利用李祥林的模型，可对CDO所含杠杆贷款债务的公司违约可能性赋予权重。他的模型基于类似于精算行业的“心碎”（broken heart）概念——一个人在配偶死亡后死亡的速度要快于本来的速度。CDO模型使用CDO中每笔杠杆贷款的风险评估，然后将这些风险评估值进行相关性分析，从而确定违约将影响CDO中等级最低部分的可能性。很不幸的是，该模型的漏洞极大。与其他在次贷危机期间使用的风险模型一样，李祥林的模型并未考虑到百年不遇的金融风暴的发生，例如次贷危机期间的金融风暴。因此，这些模型未能预测市场全面暴跌对CDOs的影响。

私募股权投资和对冲基金

对冲基金与私募股权投资之间从来都没有泾渭分明的界限。一般来说，投资期限决定了两者之间的区别，例如对冲基金倾向于较短期的交易，而私募股权投资则倾向于长期管理职能。尽管如此，私募集团常常都自己拥有或控制对冲基金，此外也为他人提供有关收购的投资顾问服务。例如，2008年1月，黑石集团宣布它正以9.3亿美元的价格收购对冲基金吉速资本（GSO Capital Partners）。当时，黑石集团自称是全球性另类资产管理机构，覆盖私

募股权投资基金、房地产基金、专为投资其他基金而设立的基金中基金、夹层基金（投资夹层债务的对冲基金，可能包括权证或其他股票挂钩证券等信用增级功能）、优先债工具、对冲基金以及封闭式共同基金等。对冲基金也覆盖了私募股权投资的传统业务。对冲基金一般属于被动型的投资者，它们并不希望收购上市公司，而后者正是私募股权投资业务模式的核心。对冲基金也开始进军私募股权投资领域。2005 年，奥奇—齐夫资本管理公司（Och - Ziff Capital）与佩里资本（Perry Capital）牵头的对冲基金联合体通过一项价值超过 4 亿美元的交易，收购了私募股权投资企业孔雀集团（Peacock Group）。

两者的另一个区别在于对冲基金被认为是被动型投资者，不寻求参与经营管理；而私募股权投资则寻求参与和控制所收购公司的经营管理。但近年来，多家对冲基金也开始成为主动型投资者。通过对冲基金从事这一活动的人包括一些原来的公司突袭者。罗纳尔德·佩里尔曼（Ronald Perelman）希望收购摩根士丹利。柯克·科克莱恩（Kirk Kerkorian）曾是通用汽车最大的投资者，但他促使该公司改革的努力宣告失败，他通过自己控制的通用汽车董事会成员表达了自我批评。科克莱恩后来尝试收购克莱斯勒（Chrysler），但也未能成功。

2008 年，卡尔·伊坎在八家上市公司的董事会任职，这是他纠正公司不当管理运动的一部分。例如，伊坎抨击摩托罗拉管理层并提出分拆其业务的议案。由于伊坎的抨击，摩托罗拉将自身分拆为两家公司。但公司的问题依然存在，其信用评级也在 2008 年 12 月被降至垃圾级。

伊坎还带动了对雅虎公司管理层的斗争，他认为管理层过分刻意回避微软公司的收购要约。微软公司一直在试图收购这家互联网公司，但在经过多轮谈判后放弃了要约。当时微软公司的报价为每股 33 美元，而雅虎公司要价 37 美元。结果，微软公司与谷歌在互联网服务领域的竞争上一直落后，后来微软公司虽重启竞购雅虎公司，但这次的方案是成立一家网络广告合资公司。微软公司最终认输，因为雅虎公司与谷歌成立了合资公司，但后者也不了了之。多位股东批评雅虎公司管理层令微软不快，因此失去了以远远高于市场

价格出售公司股票的良好机会。伊坎就是一直在压迫雅虎董事会重启与微软谈判的股东之一。作为妥协，这些管理层同意伊坎进入雅虎董事会。回想起来，当初拒绝微软公司要约的决定真是一个愚蠢的错误。2008年12月，雅虎公司股票跌至每股11美元，仅约为微软报价的1/3。雅虎公司首席执行官杨致远在2008年11月辞职，以平息对他关于这一事件处理的指责。2009年7月，微软公司与雅虎公司最终达成合资协议。

2005年，伊坎还抨击了百视达音像（Blockbuster）的管理层。经过代理权争夺战后，他进入董事会并开始接管公司的管理。伊坎希望与李尔公司合并的计划被拒绝，公司股东拒绝批准这一交易，但伊坎以2500万美元的分手费离开——考虑到李尔公司在2009年7月因次贷危机宣布破产，这其实是不幸中的万幸。伊坎还盯上了涉及房屋与花园装饰专家玛莎·斯图沃特重大内幕交易丑闻的英克隆公司（ImClone），成功当上了该公司董事会主席。2008年，他和英克隆公司管理层顶住了来自百时美施贵宝（Bristol - Myers - Squib）的收购要约，放弃了本来唾手可得的3.09亿美元利润。2008年10月，礼来公司（Eli Lilly）加入竞购，最后以同意支付65亿美元的对价获胜。

英克隆公司在次贷危机期间损失惨重。伊坎的对冲基金对制药公司生物基因公司的投资在2008年8月出现2.75亿美元的亏损。他对WCI地产公司的投资损失1.26亿美元，这家佛罗里达州的房地产开发公司后来破产。经过这些事件后，伊坎、威廉·阿克曼（William Ackman）和克里斯托弗·霍恩（Christopher Hohn）等积极的投资者开始放弃他们通过抨击管理层来获利的策略。

2008年市场的继续下滑导致更多对冲基金选择主动参与。例如牛头犬投资公司（Bulldog Investors）就开始寻求取得董事会代表权并质疑公司的战略。贾纳合伙公司（Jana Partners）同样希望通过持股影响管理层，它聘请前企业高管来担任这些活动的咨询顾问。

CSX（Children's Investment Fund Management）是美国最大长途运输企业之一，它受到两家都叫儿童投资基金管理公司的对冲基金抨击，其中一家对冲基金的住所地位于英国，另一家位于开曼群岛（Cayman Islands，TCI）。对

冲基金希望选举五名他们的提名人进入 CSX 公司的十二人董事会，修改公司章程以允许持有公司 15% 股权的股东可随时出于任何目的召集临时股东大会。但 TCI 并未实际买入 CSX 的股票来主导代理权争夺战，而是使用大量有关 CSX 股票的现金结算总收益掉期。通过交换支付，这些掉期向 TCI 赋予 CSX 股票的所有功能，但不必实际转让所有权。尽管 CSX 无法对股份进行表决，但其掉期对手方将按照 TCI 的指示进行表决。

CSX 起诉 TCI，指控后者违反证交会的规则，即要求相关单独或集体行动人在取得一家公司 5% 股票的受益所有权后，必须提交信息披露文件，表明自身身份并说明收购目的，以及资金来源。TCI 反诉称它并不是股票的受益所有人，尽管掉期对手方已经出于套期的目的购买了股票，并将愿意随时交割股票。地方法院裁定这一安排使 TCI 成为股票的受益所有人，因此 TCI 应遵守证交会的规则。但法官拒绝禁止对冲基金对 CSX 股票行使可能通过掉期取得或控制的表决权。第九巡回上诉法院维持了这一裁定[①]。

对 TCI 董事会提名人的表决于 2008 年 6 月 25 日举行。CSX 认为表决结果过于接近，因此它需要一个月的时间来统计票数，然后再宣布谁当选。TCI 最终赢得了 CSX 董事会的席位，并向 CSX 支付了 1000 万美元以和解有关它利用内部地位不正当赚取短期利润的指控。CSX 继续面临要求良好经营管理的挑战。随着次贷危机的加深，全国的铁路货运量持续下降。由于经济恶化，豪华度假村的入住率严重下滑，加上媒体和政府抨击公司花费大量金钱在豪华度假村举办活动和度假，CSX 旗下位于西弗吉尼亚州的著名绿蔷薇度假村宣布破产。此外，TCI 的资产净值在 2008 年损失了 43%。

私募股权投资与私密性

私募集团的隐秘性极高。过去它们一直努力避开公众或政府的视线，这使它们非常灵活，面临的监管成本也较低。私募股权基金的投资者被要求签署协议，保证不披露有关其对私募股权基金的投资或有关私募股权基金运作

① 参见 *CSX Corp. v. The Children's Investment Fund Management* (UK) LLP, 2008 U. S. Dist. LEXIS 46039 (SDNY 2008)。

的信息。这些协议通常包含允许投资者依照法律要求披露的格式条款。利用这一漏洞，根据报纸的提示，得克萨斯州检察长命令得克萨斯大学投资管理公司披露有关其私募股权投资的信息，包括内部收益率（也就是该集团从成立至最后一次计算日期止期间赚取的净收益），这是大部分私募集团不愿意公开的。内部收益率属于一种年化复合收益率，使用现金流和年估值计算。

为取得披露信息的其他努力包括使用州《信息自由法》（*Freedom of Information Act statutes*），该法允许公众要求披露州实体所维护的广泛政府记录。面对这样的请求，密歇根大学披露了它的私募股权投资以及它们的内部收益率。它所投资的私募集团包括红杉基金（Sequoia Fund），后者立即将该大学逐出了它的投资计划。这造成了伤害，密歇根州后来修改了它的《信息自由法》以保护这种信息不被披露。加州法院也裁定披露私募股权基金的内部收益率。加利福尼亚大学收到这种请求后，也被红杉基金逐出了投资计划。其他主要私募集团也将州机构排除在其发行范围之外，以防止披露其业务和收益率①。

工会的反对

工会也抨击私募股权投资，因为投资者常常强力抵制他们所购买工厂的工会发展。但工会在私募股权投资领域并不拥有与在上市公司一样的优势，因为对上市公司的管理层可以通过代理表决程序、报纸以及依据联邦证券法律提起集体诉讼进行羞辱。此外，私募股权投资看中的是企业长期发展，因此如果可以降低长期成本，它可以忍受罢工。然而上市公司管理层并不拥有这种优势，因为它必须完全专注于季度盈利，而这可能受到罢工的严重损害。尽管如此，工会的反对是可怕的。反对私募股权投资的工会包括国际网络工会（Union Network International），它是超过 900 家工会的全球联合会，拥有超过 1500 万会员。

工会支持许多社会计划，它们认为私募股权基金也应支持。2005 年，美

---

① 参见 Steven E. Hurdle, Jr.,"A Blow to Public Investing"，第 239 页。

国劳工联合会—产业工会联合会（AFL - CIO）分裂出来的服务业国际工会（Service Employees International Union，SEIU）主席安迪·斯特恩（Andy Stern）领导了这一政治运动。但媒体发现，伊利诺伊州州长罗德·布拉戈耶维奇（Rod Blagojevich）与服务业国际工会协商以帮助竞选贝拉克·奥巴马当选总统后留下的参议院席位空缺，令该工会陷入了争议。该工会出资 180 万美元帮助布拉戈耶维奇竞选，成为后者最大的捐赠者。

在沃顿私募股权投资论坛上，凯雷投资集团联合创始人大卫·鲁本斯泰因（David Rubenstein）就次贷危机对私募股权投资的影响发言时，被一群服务业国际工会的会员堵住。服务业国际工会要求凯雷投资集团改善它刚刚收购的养老院的条件。尽管这很令人扫兴，但鲁本斯泰因最终还是完成了讲话。2008 年 1 月，他披露大约有 1000 亿美元已宣布的私募股权投资交易被取消，另外有 1000 亿美元的交易被重新谈判。在另一起抗议中，服务业国际工会的会员用手推车装满现金从联邦税务总署推到凯雷总部，然后倒在凯雷的“肥猫大亨”（fat cat tycoon）雕像周围。此外，斯特恩还组织了一场针对 KKR 的全球行动日，指控后者对被收购企业的破坏，要求确保尊重工会权利和公平税收待遇。

2009 年 8 月 4 日，斯特恩在《华尔街日报》发表特约评论继续抨击私募股权基金，指控私募股权投资导致了次贷危机（但没有解释它们是如何做到的）。他建议禁止私募股权基金购买濒临倒闭的银行，因为私募集团可能会做一些邪恶之事[①]。联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation，FDIC）之前宣布它计划提出规则，从而控制私募股权基金兼并困难银行。但 2009 年 7 月 2 日发布时，建议的规则试图令这种收购变得甚至更加困难，因为联邦存款保险公司主席谢拉·贝尔（Sheila Bair）认为私募股权收购触碰了“红线”（red flags）。例如，建议的规则将要求收购银行的私募集团保持其他银行 3 倍的一级资本水平，这样会降低杠杆和收益。

批评者指控，联邦存款保险公司的方案将挡住节约纳税人资金所需的宝

---

① 参见 Andy Stern，“Private Equity and the Banks”，《华尔街日报》，2009 年 8 月 4 日，A13 版。

贵资本来源，并特别指出2009年上半年有52家银行倒闭。批评者包括多家州养老基金，例如已经投资私募股权基金的那些纽约州基金。2009年8月26日，联邦存款保险公司开会重新审议这些限制，同意放弃增强的资本要求，但仍要求私募集团将被收购的银行至少保留3年。从年初到那时，已经有81家银行倒闭，政府为此承担了193亿美元的费用。

凯雷投资集团还面临其他问题。它旗下的能源交易公司森姆集团（SemGroup）在2008年3月出现巨额损失，并由于为了取得纽约州养老基金业务可能存在不当付款而受到纽约州的调查。调查后，纽约州前财政厅厅长艾伦·海富斯（Alan G. Hevesi）的两位助手因收受数百万美元以换取协调纽约公共退休基金的业务被起诉，该基金受海富斯控制，拥有1050亿美元资产。海富斯引咎辞职并承认使用州政府雇员作为个人雇员的犯罪指控，后来他还承认通过养老基金付款的指控。凯雷投资集团后来宣布，它将不再使用募集代理人向养老基金募集资金。凯雷投资集团与纽约州检察长安德鲁·古莫达成了和解协议，同意向该州支付2000万美元和解金。此外，它还同意采纳公共养老基金行为守则，该守则禁止资产管理人在向与公共养老基金有关的官员（例如海富斯）提供政治捐献后两年内与该基金开展业务（有关凯雷投资集团的更多信息参见第323页）。

立合斯顿控股（Riverstone Holdings）是一家担任养老基金投资募集代理人的私募集团，同意支付3000万美元以和解类似的指控。古莫的调查范围扩大到了四方集团（Quadrangle Group），这是一家由史蒂芬·拉特纳（Steven Rattner）联合创建的私募股权基金，后者是2009年奥巴马政府负责处理汽车工业拯救申请的强硬人物。拉特纳否认自己有不当行为，并得到奥巴马总统的辩护，但后来在2009年7月13日辞职，任职时间不到半年。

另外四家投资公司也同意支付450万美元以和解古莫有关此类付款的指控，并同意遵守该行为守则。在这次丑闻之后，纽约州宣布它将不再允许使用私募代理人来向其政府养老基金筹集资金。此外，它还考虑设立一个独立的委员会来监督州养老基金的投资，将此职能与州财政厅厅长隔离。

私募股权基金上市

中小投资者一般没有渠道投资私募股权基金，因为考虑到它的许多监督问题，私募股权基金并不希望服从证交会的充分披露制度。投资私募股权基金的交易所交易基金（Exchange - Traded Funds，ETFs）在交易所上市交易，运作方式与共同基金类似。2007 年，交易所交易基金的资产增长了大约 45%，从一年前的4200 亿美元增加到6080 亿美元，ETF 基金的数量也增长了1 倍多。中小投资者还可以通过其他集合投资工具投资私募股权基金。2009 年 2 月设立的一个新交易平台就可以投资私募股权和对冲基金。该平台最初有大约 5 亿美元的相关权益挂牌交易。该平台的宗旨是提供此类投资的流动性。

令人意外的是，2007 年，大型私募股权基金和部分对冲基金开始考虑公开发行自己的份额。这些私募集团和对冲基金希望获得投资者无法通过赎回撤走的更长期资本，因为投资者可能会在困难时期提出赎回要求。公众的权益通常都有最低投资期限要求，但也仍允许投资者在规定的通知期后赎回。这意味着投资者的资金可以在发生经济衰退或者私募股权基金和对冲基金的投资计划引发顾虑时撤走。与此相反，上市公司的股东可以向其他人卖出股份，但却无法要求公司退还资本。一些批评者质疑私募股权基金和对冲基金突然对上市感兴趣，是否真是受到永久性资本的吸引；相反，他们指控私募集团的参与者实际上是希望通过上市将其投资变现，在此过程中让自己成为亿万富翁。

黑石集团得以在 2007 年信贷紧缩前上市。它向潜在投资者介绍自己是一家领先的全球另类资产管理机构和财务顾问机构。此外黑石集团还提供并购顾问服务，当然这导致了内幕交易指控。证交会指控黑石集团的投资银行家拉莫什·查克拉帕尼（Ramesh Chakrapani）策划涉及由超值购（Supervalu）、西维斯（CVS Caremark）和私募基金博龙资本管理公司（Cerberus Capital Management）收购艾伯森公司（Albertsons）的内幕交易图谋，并由此获利超过 360 万美元。但 2009 年 12 月，检方与证交会撤回了针对查克拉帕尼的所有指控，因为它声称有一位关键证人无法作证，但保留了它们未来重新立案的

能力。

黑石集团从1987年开始从事私募股权投资业务。到2007年，它管理五只私募股权基金以及一只专业的传媒和电信相关投资基金，成为同类最大的基金。在2007年6月21日上市时，黑石集团在纽约总部和全世界各地办公室有57名高级董事总经理和335名投资专业人员。黑石集团首次公开发行时向公众出售了该公司12%的股权，募集资金41亿美元，市值约330亿美元，成为有史以来第六大IPO。黑石的发行说明书高调地指出它不向高管提供“黄金降落伞”。其IPO发行文件还声称，公司专注于长期战略，不会试图与其他上市公司一样管理季度盈利报告。

黑石IPO的投资者仅获得了有限的表决权，他们无权选择黑石的普通合伙人或董事，这些岗位将由黑石的创始人担任。此外，黑石的合伙协议取消了普通合伙人对IPO投资者的受信义务，投资者被要求豁免普通合伙人（黑石集团管理公司）的利益冲突责任。它的公司私募股权投资业务从2001年的76亿美元增加到2007年的310亿美元。2006年，该业务的税前利润超过10亿美元，从1987年成立以来，集团的年化内部收益率为30.8%，黑石集团在五年期间赚取的利润超过60亿美元。此外，2007年6月，它还管理着一个787亿美元的投资组合，该投资组合的规模在2000年时为140亿美元，年增长率超过39%。

黑石集团的创始人苏世民（Stephen A. Schwarzman）在雷曼兄弟公司开始职业生涯，1977—1984年在该公司并购部工作。在私募股权的热潮时期，苏世民凭借他在投资圈内的知名度赢得了《财富》杂志“新华尔街之王”的称号。另一位创始人彼特·彼特森（Peter G. Peterson）在2000—2004年曾任纽约联邦储备银行主席，之前他曾任雷曼兄弟公司董事长兼首席执行官、贝尔浩维公司（Bell & Howell）首席执行官、理查德·尼克松政府的商务部部长。苏世民和彼特森控制了黑石集团管理公司，此外还被赋予了选举和罢免董事的权力。

黑石警告关注短期的投资者不要选择该公司。另外，它还声称统一股东和管理层利益的最佳方式是通过投资管理层自己的资本，以及为管理层提供

附带权益作为报酬。黑石的管理层过去并不领取工资或奖金;相反,他们的薪酬采用他们所管理业务的所有者权益增值来获得。

由于证交会的披露要求,黑石集团报告苏世民在2006年赚得了4亿美元。苏世民和彼特森还通过黑石集团的首次公开发行股票拿回了23亿美元,这次IPO获得了7倍的超额认购。他们及时将这些变现,因为2007年的信贷紧缩会给私募股权投资行业带来全面的严重影响,尤以黑石集团为甚。财富也带来嫉妒,黑石集团高管大卫·布里泽(David Blitzer)就成为被其亲属和律师轰下台的对象,他们要求他支付数百万美元,从而同意停止骚扰他。

黑石集团上市时每股价格31美元,上市首日的股价上涨了13%。但黑石的股票很快萎靡,从首次公开发行到2007年底下跌了25%。到2008年1月8日,其股价已经跌至18美元。尽管黑石集团2007年的业绩差强人意,苏世民仍获得3.5亿美元的报酬,与上一年相比减少了5000万美元。他同意在上市后将其年工资降至35万美元,但拥有公司投资基金的很大一部分附带权益。彼特森2007年的薪酬为1.715亿美元,比上一年减少了近4000万美元。

坏消息还在接踵而来。尽管黑石集团在2007年第一季度报告它取得了11.3亿美元的利润,但在上市后仅仅一年时间,它在2008年第一季度公布了2.51亿美元的亏损。2008年第二季度该公司继续大幅亏损。由于业绩提成收入减少,它的收入也下降。2008年第三季度,公司报告亏损5亿美元,并且开始减记资产。2008年第四季度再度宣布亏损后,坏消息接连不断。例如,由于酒店入住率的快速下滑,加上房地产物业的价值下降,黑石斥资260亿美元投资的希尔顿酒店陷入危机。黑石在该交易中投入了自有资金60亿美元,剩余资金属于来自银行和其他机构投资者的贷款。从上市到2009年1月,黑石的股价下跌了85%。

KKR

KKR是另一家寻求永久资本的私募集团。在2010年以前,KKR仍由亨利·克拉维斯(Henry Kravis)和乔治·罗伯茨(George Roberts)领导,它宣称拥有多个私募股权投资荣誉,包括首次超10亿美元的杠杆收购以及全世界

多个最大的杠杆收购，以及首次通过要约收购方式收购上市公司等。它仅有大约400名员工，包括139名投资专业人员，在纽约、加州门洛帕克（Menlo Park）、旧金山、伦敦、巴黎、中国香港和东京设立有办事处。

KKR发起并管理的基金代表第三方投资者在全球投资私募股权投资和债权项目。此外，它还管理着大量对上市实体的投资。从成立以来，KKR设立了16只私募股权基金，向投资者募集了600亿美元的资本和资本承诺。KKR的管理资产规模从2002年的183亿美元增长到2007年的534亿美元，复合年增长率高达28.7%。

2006年5月，KKR成立了一只名为KKR私募股权投资（KPE）的上市私募股权基金，从而可让公众投资者参与KKR私募股权投资策略的高流动性投资，包括机构和合格的个人投资者。该基金在泛欧交易所阿姆斯特丹分所上市。这是募集资本并允许公众进行投资，但不让公众股东参与公司管理事务的一个后门。KPE基金的投资组合由五只KKR私募股权基金的有限合伙权益、对13家公司的联合投资以及股权投资等组成。KPE投资组合的剩余部分用于投机性的短期投资。KPE的股票发行价格为每股25美元，发行募集了50亿美元，但2007年底这些股票的价格降至20美元以下，2008年12月更跌至每股3美元。2008年第四季度末，KPE将其资产减记了32%，股价进一步下跌，到2009年2月已经跌至2.25美元。

KKR的另一只上市基金为KKR金融控股，这是一只房地产投资信托基金，投资对象包括住宅和商业房地产贷款、资产支持证券以及股票等。所有这些资产都受到次贷危机的严重侵蚀。2008年，KKR金融控股的股价下跌了95%。2008年12月，它的股价为1.39美元，之前甚至跌至每股0.57美元，而2007年时高达每股30美元。2008年第四季度，KKR金融控股损失了12亿美元。

2007年7月，KKR宣布它计划亲自IPO上市。美国劳工联合会—产业工会联合会（AFL－CIO）向证交会请求要求KKR和其他私募集团依据《1940年投资公司法》注册为投资公司，从而阻止它们上市。该法对收费规定了限制并有公司治理架构要求，这对私募集团而言是绝对不可接受的。证交会并

未采取这种行动，因为2007年中爆发的信贷紧缩已经令KKR的IPO泡汤，私募企业也撤回了发行申请，这使得该行动变得不再有必要。

2008年7月，KKR宣布它将恢复公开发行上市以拯救KPE的计划。该次发行对KKR的估值预计约为150亿美元。但2008年11月，由于市场环境不佳，KKR决定将IPO推迟到2009年。此外，KKR还大幅下调了其资产的估值。2008年，由于资产减记，KKR报告了12亿美元的亏损。虽然KKR在纽交所的上市被推迟，但它拒绝放弃上市梦想，并在2009年6月宣布正安排通过与KPE合并，在泛欧交易所阿姆斯特丹分所上市。KKR一直都未实现其在纽交所上市的梦想，直到2010年7月，它依据一项安排将其在泛欧交易所阿姆斯特丹分所的股份交换纽交所的股份。当时该公司的估值为64亿美元，远远低于2007年260亿美元的估值。乔治·罗伯茨（George Roberts）和亨利·克拉维斯（Henry Kravis）持有的KKR股份合计价值16.5亿美元。他们两人的年薪为25万美元，另外还有1780万美元的利润分成、410万美元的公司基金投资以及40万美元的个人费用报销，例如汽车、司机和个人助理等费用。KKR股票在纽交所上市首日下跌了2.9%。

凯雷投资集团

凯雷投资集团（Carlyle Group）是一家十分成功、名望极高的私募集团，由IBM前首席执行官路易斯·郭士纳（Louis Gerstner）领导。前总统乔治·赫伯特·沃克·布什（George H. W. Bush）（老布什）和他的儿子乔治·沃克·布什（小布什）都在凯雷的董事会任职，前英国首相约翰·梅杰（John Major）之前也与它有关系。凯雷投资集团早年取得了一些成功。它的联合创始人大卫·鲁本斯泰因（David Rubenstein）得以在2007年12月以2130万美元的价格拍得大约有700年历史的《大宪章》（*Magna Carta*）真迹，然后永久出借给美国国家档案馆（National Archives）。

凯雷投资集团开始成为人们眼中的印钞机，但随着次贷危机的发展，它也面临着一些不确定性。它旗下的对冲基金凯雷资本（Carlyle Capital）是凯雷投资集团在泛欧交易所阿姆斯特丹分所的上市关联公司，但很快在2008年

3 月倒闭。这只 220 亿美元的对冲基金以 30 倍的杠杆投资优质住宅按揭贷款。但随着全世界的住宅市场崩盘，为其杠杆提供资金的贷款人感到惊慌，它们要求的保证金超过了凯雷对冲基金的承受能力。凯雷资本的股价在三天内下跌了 93%，凯雷投资集团 5 亿美元的拯救行动也宣告失败。

此外，该公司在 2005 年以 16 亿美元的价格收购了夏威夷电信公司，但后者在 2008 年 12 月 1 日申请破产。凯雷投资集团在 2008 年 12 月 3 日宣布它将裁员 10%。就在凯雷集团的对冲基金倒闭当日，另外三只对冲基金也宣布它们陷入困境。

资产管理公司

投资领域的另一个重要参与者是资产管理公司，它们为机构投资者管理投资组合。它们的前身据说是船长雇用的受托人，以在出海期间投资和保护他们的资金。资产管理公司包括乔治·普特南（George Putnam）在 1937 年成立的普特南投资公司（Putnam Investments），他的曾祖父是 1830 年将“审慎人规则”（prudential man）确立为受托人投资准则的马萨诸塞州法官。该准则禁止受托人代表信托的受益人进行投机，后来被更自由的“现代投资组合理论”（modern portfolio theory）准则所取代，后者鼓励投资组合的分散化，甚至进行投机性投资和另类资产类别，形成了对分散管理投资组合的需求。

普特南投资公司在 1970 年被达信公司（Marsh & McLennan）收购，2007 年被卖给一家加拿大保险公司。其业务包括向个人和机构投资者、退休计划以及超过 70 家共同基金提供投资顾问服务。2008 年，它的管理资产规模为 1060 亿美元，共同基金和机构投资者业务基本对半开。普特南投资公司陷入了择时交易丑闻，次贷危机期间，面对货币市场账户的挤兑风波，它在 2008 年 9 月 18 日关闭了旗下的普特南一级货币市场基金，受到媒体的密切关注。该货币市场基金为专业投资者服务，在破产清算前持有 123 亿美元的资产。

1930 年，另一家资产管理公司富达投资（Fidelity Investments）成立。波士顿律师爱德华·约翰逊二世（Edward C. Johnson II）在 1940 年取得该公司的控制权，将其打造成一个权力中心。他的儿子内德在 1972 年继位。富达投

资面向机构和个人投资者提供广泛的投资服务，包括理财、人寿保险和年金保险、证券执行和清算，甚至还提供折扣经纪服务。该公司发起成立了 300 多只共同基金，包括全世界最大的共同基金麦哲伦基金。基金经理皮特·林奇管理的麦哲伦基金在 1987 年股灾和 1994 年全球货币危机期间都受到沉重打击。然而，富达投资都成功地从危机中恢复，2007 年它的管理资产规模达到 1.59 万亿美元。但次贷危机期间，这一数据下降了 20%。麦哲伦基金的价值在 2008 年下降了近 50%。由于利润下降，富达投资宣布它将裁员 3000 人。

全世界还存在数千家其他资产管理机构，尽管描述各不相同。最大的一家要数瑞银，这家瑞士公司的管理资产规模在 2007 年达到 2.45 万亿美元。波士顿道富环球投资管理（State Street Global Advisors）的管理资产规模为 1.75 万亿美元。其他管理资产规模超过 1.7 万亿美元的管理机构包括巴黎的安盛集团（AXA Group）和慕尼黑的安联集团（Allianz）。太平洋投资管理公司是一家著名的全球性投资管理公司，它在次贷危机开始时拥有近 1000 亿美元的管理资产，2008 年在全球拥有超过 1000 名员工。太平洋投资管理公司于 1971 年在加州纽波特比奇（Newport Beach）成立，是美国太平洋人寿保险公司的子公司。在被出售给德国金融集团安联前，它被用于管理美国太平洋人寿保险所承保机构客户的账户。太平洋投资管理公司是按揭贷款支持证券和新兴市场债领域的领导者，还提供“主动阿尔法”（portable Alpha）策略和“绝对收益策略”（absolute return strategies），前者力求实现高于多元化交易策略的收益率，后者寻求在任何市场走向或市场状况下取得期望的收益率。太平洋投资管理公司的客户包括跨国公司、富人投资者，甚至还有各国央行。此外，它还在美国和欧洲经营共同基金。

大部分大型投资银行都有资产管理部门。例如，美林公司的环球财富管理部就分为两个部分，即美洲财富管理（Americas Wealth Management，AWM）和环球投资与财富管理（Global Investment & Wealth Management，GIWN）。这两个部门提供环球银行服务以及投资、理财和退休规划建议。美林公司在次贷危机期间倒闭并被美国银行收购前，美洲财富管理为全球 750 家办事处近 17000 名美林股票经纪人的富人客户服务（可投资资产达到或超过

100万美元的个人)。

环球投资与财富管理部服务美国之外的富人投资者。通过它旗下的对冲基金，可以投资美林银行与信托（Merrill Lynch Bank & Trust）所有的第一共和银行（First Republic Bank)。第一共和银行提供环球私人银行服务、房地产贷款和信托服务。

环球投资与财富管理部还与贝莱德（BlackRock）建立了合作关系。贝莱德由劳伦斯·芬克（Laurence D. Fink）在1989年成立，是全世界最大的上市投资管理公司之一。芬克之前在第一波士顿担任董事总经理，主管后者的按揭贷款部，此外他还牵头开发了按揭贷款支持证券。芬克最初为第一波士顿赚取了巨额利润，但在1987年股灾期间损失了超过1亿美元。这加上其他问题，导致第一波士顿被瑞信拯救并被后者取得控制权。在贝莱德，他作为困境资产的担保物管理人在次贷危机期间发挥重要作用，包括导致贝尔斯登破产的资产。

在1998年被PNC银行收购时，贝莱德是一家固定收益管理公司，资产规模250亿美元。PNC希望通过这次收购将其资产管理业务整合为一个实体。提供给贝莱德客户的产品包括固定收益工具、货币市场基金、股票、另类资产策略和房地产策略等。

贝莱德在1999年上市，但PNC金融集团保留了34%的股权。美林公司拥有贝莱德大约49%的股权，2006年，美林公司将旗下的美林投资管理部出售给贝莱德，对价为98亿美元的贝莱德股份。剩余的股份由员工和公众股东持有。美林投资管理部包含美林公司5400亿美元的共同基金业务，在固定收益和风险管理产品领域非常著名。

次贷危机导致美林公司对贝莱德股票的控制地位急剧调整。由于次级贷款投资遭受巨额损失，美林公司在政府斡旋下被美国银行收购。依据股东协议，贝莱德被授权在美林公司的所有权发生变动时减少美林公司的表决权，在美国银行收购美林后，贝莱德也确实这样做了。美林的表决权被减少至4.9%，PNC的表决权被增加到47%，但它被要求推迟行使对贝莱德独立董事会成员的表决权。美国银行保留了美林公司有股东所有权但几乎没有表决权

的股份。

贝莱德提供的产品包括投资奎罗斯集团的渠道，后者是一家专门面向富人和权贵的投资顾问和对冲基金管理公司，客户包括前总统比尔·克林顿和国务卿希拉里·克林顿夫妇。贝莱德在2007年以17亿美元的价格收购了奎罗斯集团。但奎罗斯集团首席执行官杰弗雷·格林斯泰（Jeffrey L. Greenstein）因被司法部以推广避税天堂，导致数十亿美元的税收损失并赚取巨额收费为由起诉，令这次收购有些尴尬。

贝莱德作为私人部门和联邦政府的紧急资产管理人而成为次贷危机的中心。在次贷危机结束时，贝莱德管理或监督的资产约达12万亿美元，包括政府在拯救美国国际集团和贝尔斯登时接手的有毒资产。此外，它还负责监督被政府接管的房利美和房地美资产负债表。

它承担的职能有时充满矛盾，它的角色也受到审查，并成为2009年5月19日《华尔街日报》和《纽约时报》的头条主题[①]。尽管贝莱德在次贷危机期间的表现好于大部分公司，但2008年第四季度的利润同比下降了84%。2009年第一季度，利润在上一年的基础上进一步下滑56%。报告这一结果时，拉里·芬克（Larry Fink）称："很明显，资产管理业务正经历也许是现代历史上最严重的困难。"[②]

这些问题并未挡住贝莱德继续增长的步伐。2009年6月，贝莱德以130亿美元收购英国巴克莱银行旗下的巴克莱国际投资管理（Barclays Global Investors，BGI）。巴克莱银行因次贷危机遭受巨额损失，为避免国有化不得不出售资产。BGI总部位于旧金山，管理资产规模高达1.8万亿美元。这次收购引发了一些人的不满，因为这使该行的高管获得总计6.303亿美元的报酬，其中首席执行官小罗伯特·戴蒙德（Robert E. Diamond，Jr.）就获得3650万美元。2009年9月，贝莱德宣布它计划建立一个针对所有资产类别的全球交

① 参见 Liz Rappaport and Susanne Craig，"BlackRock Wears Multiple Hats"，《华尔街日报》，2009年5月19日，B1版；Eric Lipton and Michael J. de la Merced，"Wall St. Firm Draws Scrutiny as U. S. Adviser"，《纽约时报》，2009年5月19日，A1版。

② 参见 Michael J. de la Merced，"Profit Falls at BlackRock on Downturn in Real Estate"，《纽约时报》，2009年4月22日，B4版。

易平台，引发了进一步的热潮。例如，这将允许在内部撮合贝莱德客户的委托，从而让他们可以避免支付其他市场要求的买卖价差。

美林公司等投行将资产管理业务作为扩展客户基础和收入来源的一个途径。但独立的资产管理人能够提供更低的费率和零费率共同基金，有效地竞争这一业务。这导致部分投行纷纷回撤。例如2005年，花旗集团将其资产管理部门和共同基金出售给美盛集团（Legg Mason）。2005年，美国运通公司剥离其共同基金业务。摩根士丹利也尝试将其资产管理业务出售给贝莱德，但交易最后不了了之。尽管如此，到2009年，贝莱德的管理资产规模达到1.37万亿美元。

税收

研究发现，私募股权企业通过向投资者收取费用赚得的利润，要高于它们促成交易的利润。不论是哪个来源，私募企业和对冲基金为其管理人创造的利润总是引发愤恨和嫉妒。在媒体报道这些管理人享有的税收优惠后，这种感觉还会伴随着愤怒。对于来源于商誉减记的15年9000万美元税收减免优惠，黑石集团（Blackstone Group）主张应由其管理层而不是新的公众股东享受，这立即受到猛烈的抨击。

私募基金和对冲基金的管理人还通过“附带权益”（carried interest）赚取项目利润。附带权益是指出售之前收购的公司或其他资产后所赚利润的20%作为管理人提成。附带权益在从对冲基金或私募企业提取前不纳税。即使到那时，也仅按15%的税率征收资本利得税，而不是最高可达35%的所得税。尽管附带权益的税率与上市公司的合格股利相同，随着私募集团在收购狂欢中逐渐崭露头角，这一税收优待受到了许多批评。

私募经常使用的另一个税收工具是“股利资本结构调整”（dividend recaps），这涉及收购一家资产负债表上杠杆较低的公司，然后利用它借款加杠杆。加杠杆得来的现金将被以股利的方式支付给私募企业，成为附带权益并增加私募基金的内部收益率，同时还可以收回其收购成本。典型的案例如2005年12月，凯雷投资集团、美林环球私募股权投资（Merill Lynch Global

Private Equity）和克莱顿、杜比利尔、莱斯公司（Clayton，Dubilier，& Rice）组成私募集团，从福特汽车公司手中收购赫兹公司（Hertz）。短短六个月内，私募集团的管理人就宣布10亿美元股利资本结构调整，约占其收购价格的一半。这笔股利的资金来源于银行贷款。

席梦思公司（Simmons Bedding Company）在20年内被私募集团卖了7次，2003年被托马斯·李基金（Thomas H. Lee Partners）收购，向后者支付了好几亿美元的股利。在2009年宣布破产前，该公司资产负债表上的负债高达13亿美元。穆迪投资者服务公司警告私募收购者，它将对过度使用股利资本结构调整的私募集团作出负面看法。

贝拉克·奥巴马在2008年竞选总统期间，以对冲基金和私募集团的管理人的税率低于这些管理人秘书工资的所得税率为由，要求全面提高资本利得税税率。在当选后，新任总统在其首次预算案中包含了将附带权益按普通收入征税的规定。国会民主党人在来自密歇根州的桑德尔·莱文（Sander Levin）众议员带领下，也在积极促进对附带权益按普通所得税率征税。但私募集团和共同基金加强了游说努力，至少在一定时期内挫败了该立法。多个私募集团还宣布成立自己的行业组织，支持排除联邦政府对其业务进行监管的立法。这一努力很快受到司法部反垄断局的威胁，后者指控某些私募集团似乎在收购中串谋。

其他政府养老基金，包括得克萨斯州和加州（加州公务员退休基金）在内，都支持一套要求私募限制收费，要求更多透明性和股东控制的原则。一个私募集团聘用了法律顾问来确定工会采取的联合行动是否构成违反反垄断法律。公共养老计划与私募企业还有其他的冲突。州和地方政府养老基金是私募基金的最大投资者之一。21世纪第一个10年，这些养老计划支付了大约170亿美元的私募基金费，但在次贷危机期间遭受了巨额损失。

信贷紧缩与私募股权投资

2008年，鲁多维克·法尔帕欧（Ludovic Phallppou）与奥利弗·戈特施拉格（Oliver Gottschalg）进行的一项研究发现，私募基金的业绩被高报，其业

绩的很大一部分属于虚报会计估值的结果。该研究发现，1980—2003年，私募基金的平均净收益率比标普500指数的表现每年低3%。如果调整风险，扣除估计平均每年额外6%的费用后，这一差距更扩大到每年6%[①]。

尽管如此，亨利·克拉维斯（Henry Kravis）在2007年5月称，美国正处于收购的“黄金时代”。2006—2007年，私募集团收购了价值1.4万亿美元的公司。主要交易包括47亿美元收购服务大师公司（ServiceMaster），KKR以71亿美元从皇家阿霍德集团（Royal Ahold）手中收购了处于安然时代丑闻中心的美国食品服务公司（U. S. Food Service），TPG资本和高盛以275亿美元收购了奥特尔电信公司（Alltel）。高盛在私募收购上尤其冒进，据报道有200亿美元的杠杆贷款敞口。在另一起交易中，信用卡收单机构第一资讯公司被KKR以290亿美元的价格收购，它反过来又以370亿美元收购了得克萨斯州公用事业公司（TXU），后来更名为能源期货控股公司（Energy Futures Holding）。达乐公司（Dollar General）被以69亿美元收购。2007年夏天开始的信贷紧缩和紧随其后的次贷危机宣告了这一黄金时代的寿终正寝。

主权财富基金

主权财富基金是又一个机构股本来源。国际货币基金组织（IMF）将主权财富基金分为五类：（1）商品价格稳定基金；（2）将非可再生资产转化为多元化金融资产的基金，例如卖出石油并投资美国公司股票的基金；（3）通过投资提高本国外汇储备收益的基金；（4）帮助发展项目融资的基金；（5）养老基金。

中东国家等石油生产和出口国，以及中国等拥有巨额出口顺差的国家，是主权财富基金中最著名的。这些国家拥有上千亿美元的贸易顺差可用于投资。例如，中国的主权财富基金拥有大约3000亿美元的资产，但仅投资了96亿美元的美国股票。新加坡政府投资公司的管理资产规模在2008年超过1000亿美元。韩国投资公司在2008年资产管理规模为300亿美元。油价在2008年

① 参见Ludovic Phalippou and Oliver Gottschalg，“The Performance of Private Equity Funds”。

暴涨至每桶 140 美元，虽然随后快速回落，但产油国主权财富基金的巨额资本增长十分迅速。

科威特投资局（Kuwait Investment Authority，KIA）在 2007 年拥有大约 2600 亿美元的管理资产，但它在 1953 年成立时只是为了作为有一天该国石油耗尽时的缓冲。每年科威特政府将其石油收入的 10% 投入到科威特投资局。2007 年估计拥有超过 8750 亿美元资产的阿布扎比基金（Abu Dhabi fund）则成为其他产油国的模范[①]。2007 年 12 月，沙特阿拉伯宣布它将扩大其主权财富基金的活动范围，从而成为全世界最大的主权财富基金，甚至超过阿布扎比（Abu Dhabi）。其他主权财富基金包括伊朗石油稳定基金（Iranian Oil Stabilization Fund）、卡塔尔投资局（Qatar Investment Authority）、利比亚投资局（Libyan Investment Authority）、阿塞拜疆国家石油公司（Azerbaijan State Oil）以及阿拉伯联合酋长国（United Arab Emirates，UAE）的多个基金。

进入 21 世纪，全世界超过 35 个国家经营着超过 50 个主权财富基金，包括澳大利亚、博茨瓦纳（Botswana）、巴西、爱尔兰、日本、印度、新西兰、挪威、委内瑞拉（Venezuela）和越南（Vietnam）等。甚至美国也有此类基金，例如阿拉斯加常设基金（Alaska Permanent Fund），该基金在 2007 年受托持有近 400 亿美元阿拉斯加州的石油收入。怀俄明州矿产信托基金（Wyoming Mineral Trust Fund）也属于此类，但规模与其他基金相比有点小，它受托为该州公民持有 40 亿美元的矿产采掘税。

2007 年，主权财富基金的规模超过了对冲基金，它们对外投资的金额也在飞速增长。2007 年，主权财富基金的投资规模为 1.9 万亿美元，预计在五年后将超过 8 万亿美元。但在 2008 年前 11 个月，由于市场下滑和资产价值下降，波斯湾地区的主权财富基金市值估计损失了 15%。2008 年下半年，每桶原油价格暴跌超过 100 美元也让它们财富的增长步伐戛然而止。此外，主权财富基金也因对美国金融企业的投资损失惨重。但 2009 年 9 月，中国宣布它的主权财富基金计划投资美国的房地产。

① 参见 “Sovereign Impunity”，《华尔街日报》，2007 年 12 月 1 - 2 日，A12 版。

2007年11月，凯雷投资集团的大卫·鲁本斯泰（David Rubenstein）注意到大型私募集团正处于与主权财富基金、公司投资者和中小型私募基金的竞争之中，所有这些竞争者都在挑战大型私募集团的角色。这一挑战在次贷危机期间进一步加剧。在银行抽走之前的杠杆贷款承诺后，私募集团甚至被迫将目光转向主权财富基金以筹集收购资本。

主权财富基金对全世界的证券交易所进行投资，包括OMX交易所，这家北欧—波罗的海地区的证券交易所后来收购了纳斯达克的股权，将纳斯达克提升到与伦敦证券交易所相提并论的地位。此外，对于因次级贷款相关核销而耗尽资本的金融机构，它们还成为救命的资本来源。2006年和2007年，主权财富基金对金融机构的投资达到470亿美元，包括中国投资公司斥资50亿美元投资摩根士丹利[①]，阿布扎比斥资75亿美元投资花旗集团，与一位沙特阿拉伯王子一起成为该行最大的股东[②]。新加坡的主权财富基金在2007年12月对美林公司投资50亿美元[③]。随着次级贷款问题开始浮现，新加坡政府投资公司还收购了花旗集团和瑞银的股权。这些投资的时机非常糟糕，因为在2008年的股灾期间，这些以及其他金融机构的股价暴跌。新加坡政府投资公司的负责人在2009年3月指出，他的基金过早投资了花旗集团和瑞银。当时花旗集团的股价不到1美元，而短短一年间高达57美元。但这已是市场的底部，2009年9月，新加坡的主权财富基金就得以出售在花旗集团的一半股权，并获利16亿美元。

2008年1月，就在披露因次级贷款而遭受的额外巨额损失前，中国政府否决了国家开发银行对花旗集团的数十亿美元投资计划；相反，中国的主权财富基金对资产负债表面临亏损的国家开发银行投资200亿美元。中国主权财富基金的投资计划还包括收购三家在次贷危机中受损严重的澳大利亚大银

---

① 参见Bob Davis，"Wanted：SWFs' Money Sans Politics"，《华尔街日报》，2007年12月20日，C1版。

② 参见Steven R. Weisman，"Oil Producers See the World and Buy It Up"，《纽约时报》，2007年11月28日，A1版。

③ 参见Eric Dash，"Merrill Lynch Sells a $5 Billion Stake to a Singapore Firm"，《纽约时报》，2007年12月25日，C1版。

行的股权。2005 年 6 月，中国主权财富基金宣布它向贝莱德投资 5 亿美元以收购价值被低估的资产。中国政府旗下的建银投资斥资 30 亿美元购买了黑石集团 5% 的首发股票，但这项投资的结果非常糟糕。

其他有名的主权财富基金投资包括阿布扎比主权财富基金以 8 亿美元收购克莱斯勒大厦。陶氏化学（Dow Chemical）决定与科威特国家石油公司（Kuwait's state oil company）成立一家 153 亿美元的合资公司，希望通过收购特殊化学品企业罗姆哈斯公司（Rohm and Haas）来重振陶氏摇摇欲坠的大宗化学品业务。但由于原油价格下跌，加上议会对该交易提出质疑，科威特政府在 2008 年 12 月宣布将退出该合资公司。这导致陶氏化学的股价下跌了 20%，公司的信用评级也参照下调[1]。

另一家主权财富基金在次贷危机期间也遭受损失。新加坡的主权财富基金淡马锡控股宣布其在截至 2008 年 11 月的八个月内，其投资组合的价值下跌了超过 50%，相当于损失 400 亿美元。2009 年，全球性的投资管理公司得克萨斯太平洋集团（Texas Pacific Group，TPG）要约将其部分资产出售给科威特投资局和两家加拿大养老基金。但双方未能就价格达成一致，因为 TPG 希望使用的估值基于远远更高的 2007 年资产价格。科威特投资局等主权财富基金一直在其他投资上烧钱，现在已开始采取更为谨慎的策略。参与这些讨论的还包括加州公务员退休基金（California Public Employee's Retirement System），它也希望收购 TPG 的部分资产。TPG 在 2009 年 5 月披露，它已经考虑了 140 个杠杆收购方案，但拒绝了所有这些方案。该公司在 2009 年 2 月还宣布，它正在退还此前为了投资面临困境的金融公司而筹集的 60 亿美元中的 25%。这些投资成为凯雷和克里斯托夫—弗劳尔基金（Carlyle and Christopher）等私募集团的追逐对象。

国家安全问题

由于主权财富基金的规模，人们开始担忧它们可能寻求控制或影响大型

---

[1] 参见 Keith Johnson，"Dow Chemical Takes Credit Hit as Kuwait Deal Unravels"，《华尔街日报》，2008 年 10 月 30 日，第 B1 页。

金融机构的经营管理，然后利用后者达成政治目的。服务业国际工会主席安迪·斯特恩（Andy Stern）成功在加州取得立法，禁止加州公务员退休基金和其他加州养老基金与主权财富基金一起投资。他声称该立法是惩罚违反人权的国家的一种措施。但实际上这是斯特恩对凯雷投资集团与多个主权财富基金一起投资的惩罚。如上面所指出，斯特恩希望惩罚凯雷的原因是后者拥有一家连锁养老院曼诺尔保健公司（ManorCare），但拒绝了服务业国际工会发展会员的努力。

这些顾虑的背后是 2006 年迪拜环球港务集团充满争议的努力结果，该集团由阿联酋迪拜政府所有，用来收购多个美国港口的集装箱管理业务。人们担心中东地区的极端主义分子可能通过这些操作来渗透港口和执行恐怖主义行动。小布什政府批准了该交易，但在政治上引起轩然大波，甚至部分共和党人也反对该合同。攻击该交易的立法被提出，但小布什总统威胁要行使第一次否决权。后来，该公司宣布将其在美国的港口管理业务出售给后来处于 2008 年次贷危机中心的美国国际集团，才平息了纷争。但阿联酋并未放弃对美国港口的兴趣。由于预计巴拿马运河的扩宽将会增加该港口的吞吐量，阿布扎比计划投资南卡罗莱那州查尔斯顿的港口设施。

为了让人们相信主权财富基金对濒临破产的美国金融企业的投资不会构成威胁，2008 年 5 月 15 日美联储主席伯南克在芝加哥演讲时强调，主权财富基金对银行的投资是好事。他指出，它们的资本属于长期资本，主权财富基金的投资是出于财务目的，而不是政治原因。为了进一步确保，阿布扎比和新加坡的主权财富基金赞同美国财政部长亨利·鲍尔森观点，它们将不会将其资金用于“地缘政治目的”；相反，它们的投资是纯粹商业性的。

为了平息对主权财富基金投资的顾虑，旧金山联邦储备银行提出了一项建议，将其投资限制为总体股市指数，而不是个股公司。2008 年 4 月，美国财政部采纳了新的规定，加强了对主权财富基金投资上市公司股票的审查，包括 10% 以下的投资。

此外，主权财富基金还被批评不透明。国际货币基金组织要求它们提高透明性，以平息对它们可能通过在其他国家的收购造成安全威胁的担忧。国

际货币基金组织发布了一些有关主权财富基金的最佳实践。2007 年 12 月，欧盟委员会宣布它并不相信需要额外的立法来监管主权财富基金的投资。尽管如此，该委员会希望这些投资应具有更大的透明性。新加坡的主权财富基金承诺从 2008 年开始提供更广泛的信息披露，但对于将作出哪些披露仍语焉不详。2008 年，它发布的一份报告披露它正将其投资重点转向另类资产和新兴市场经济体。除了过去近十年，声明它拥有超过 1000 亿美元的管理资产外，该基金并未披露其投资组合的规模。

恐怖主义和其他地缘政治顾虑并不是许多国家开始质疑主权财富基金的角色的唯一原因。新加坡的主权财富基金淡马锡控股在 2006 年收购了泰国最大的电信公司的控股权益，在该国掀起轩然大波。围绕该公司收购西那瓦家族所拥有的臣那越集团（Shin Corporation），街头爆发了暴动。泰国总理他信·西那瓦（Taksin Shinawatra）在军事政变中远走他乡，政变的原因包括他给公众留下的腐败印象、总理被认为存在利益冲突以及该公司的出售未缴纳资本利得税等。

第7章
抵押贷款市场

第1节　抵押贷款

简单溯源

抵押贷款的概念由来已久。“房屋的私人融资最早起源于5000多年前的中国”[①]。而早在公元前5世纪，雅典已经开始提供以不动产抵押为担保的贷款。中东出现了不动产“典押”贷款，贷款人占有不动产的租金收入，以交换贷款的提供[②]。历史学家还发现，古阿提卡的法律也承认涉及不动产抵押，但贷款人不占有不动产收益的贷款，这种安排要求在财产上立柱或立碑，记载债权人的姓名和债务金额[③]。

在英格兰，抵押的概念可追溯至1190年。12世纪出现了不动产留置权的买卖，为现代抵押贷款市场奠定了基础。英格兰早期的抵押贷款有多种形式。中世纪时期，法国和英格兰将租赁权作为获取贷款的抵质押品。格兰维尔（Glanville）在他有关英格兰法律的专著中写道，活质（vif gage）是一种由贷

---

① 参见 David L. Mason, *From Buildings and Loans to Bail-Outs*，第12页。

② 参见 Robert C. Ellickson，“Ancient Land Law”，第321页。

③ 参见“The Story of Mortgage Law”，第1页。

款人通过占有财产、享有租赁权收益来支付贷款本金和利息的贷款形式。而另一抵质押形式死质（mort gage）成为了最流行的质押手段，在这种关系中，债权人在债务得到全额清偿前保留土地的租金和收益[①]。在死质中，土地之所以被称为“死的”，因为土地不会给所有者带来收益：就好比土地已经死了[②]。

在13世纪的英格兰，上述形式的抵押贷款被布莱克顿式（Bractonian）抵押代替，这种关系要求借款人按规定的年限将地产的法定占有权移交给贷款人，借款人可以在偿还债务后收回财产。15世纪，这种形式的抵押又被利特顿式（Littleton）抵押所取代，其中借款人将财产的所有者权益让渡给贷款人，并享有在偿还债务时归复的权利[③]。在15世纪以前，英格兰的抵押一般会将财产转移给贷款人名下，但实物仍由债务人占有。如果贷款未在约定日期偿还，则贷款人将取得占有权[④]。现代住房按揭贷款即是从这些文契演变而来，尽管目前有多种形式，但其实质都是以借款人将自己拥有的不动产作为抵质押物获得贷款，同时以某种形式支付利息。

抵押贷款的贷款人

现代抵押贷款的贷款人其历史可追溯至17世纪英国中部地区的互助社。这些社团属于合作社性质，会员定期向一只共同基金出资，然后利用该基金向有困难的会员发放贷款，例如因火灾损毁房屋的会员。这种互助社成为宣传乐于助人的精神福音运动的一部分，由于宗旨相同，议会于1793年通过立法要求互助社向政府登记注册[⑤]。

1781年，第一家位于伯明翰的房屋互助社从一般意义的互助社中分离了出来。自此，房屋互助社成员通过分期付款的方式认购股份，当互助社收到足够的认购金可发放贷款时，将在互助社成员间举行一次抽签，中签者将有

① 参见 Morris G. Shanker，“Will Mortgage Law Survive?”，第69页。

② 参见 Ann M. Burkart，“Lenders and Land”，第249页。

③ 参见 Berman，“Once a Mortgage，Always a Mortgage – B”，第76页。

④ 参见 Peter M. Carrozzo，“Marketing the American Mortgage”，第765页。

⑤ 参见 Mason，*From Buildings and Loans to Bail-Outs*，第13页。

幸获得贷款。获得贷款的成员必须支付利息，同时需要继续认购互助社股份，不缴纳认购款将被处以罚款[①]。

美利坚殖民地没有能够发放按揭贷款的类似银行社团。但1716年，马萨诸塞州政府授权发行总计15万英镑、期限10年、利率5%的信用票据，该票据可用于购买不动产。17世纪后半叶，南加利福尼亚和马萨诸塞地区出现了“贷款银行”和“贷款处”，这些机构普遍推崇采用1650年威廉·波特尔在英格兰出版的《致富之钥》（*The Key to Wealth*）一书的理念，即贷款处发行一定额度、以不动产为担保的票据[②]。

贷款处的理念很快就在所有殖民地流行开来。1723年，新泽西发行了一种“银行”货币，可用作不动产和银盘的按揭贷款。该方案的描述如下：

1723年的新泽西法律要求印刷4万英镑的法偿货币，面值从1先令到3英镑不等……贷款金额不得低于12英镑6先令，但也不得高于100英镑。各郡都设立了贷款处并根据人口分配了额度。借款人必须提供至少为贷款价值两倍的土地或房屋以获得按揭贷款。贷款利率为5%，低于8%的当期利率，以便穷人借款。为了便于新货币流通，所有债务都延期四个月偿还，直到1724年3月25日。借款人必须每年偿还1/12的本金和利息，若不按时还款，将被视为违约；若无法在之后的30天宽限期内还款，将会发生止赎；若仍然无法收回贷款，则该郡有义务承担损失[③]。

宾夕法尼亚州在1723年设立了一个总贷款处，授权向该殖民地境内的居民发行信用票据，以换取与所收到票据面额相等的按揭贷款。本杰明·富兰克林印制了一种以土地为担保的宾夕法尼亚钞票，并将这些钞票称为“土地币”。罗德岛也设立了一个服务于不动产购买的贷款处。新伦敦商贸联合会（New London Society United for Trade and Commerce）于1730年前后在康涅狄克成立，其宗旨是发行以不动产贷款为担保的票据，但由于担心票据将成为

① 参见Mason，*From Buildings and Loans to Bail-Outs*，第14页。
② 参见Donald L. Kemmerer，“The Colonial Loan Office System in New Jersey”，第867页。
③ 参见Donald L. Kemmerer，“A History of Paper Money in Colonial New Jersey 1668 - 1775”。

一种私人货币，立法机关介入禁止此类活动。

成立于1739年的马萨诸塞土地银行（Massachusetts Land Bank）主要为制造业、加工业和房地产提供贷款，当时的美国政治家塞缪尔·亚当斯（Samuel Adams）也是该银行客户之一。该银行的成员可以将其土地抵押，并经过评估后获得14～166英镑不等的贷款。若无力偿还，其土地将被银行出售。1741年，英国政府下令殖民地土地银行停止发行票据。1765年，弗吉尼亚众议院再次提议设立贷款处，但这一建议被英国皇室驳回。

住房抵押贷款的提供者

由于英国皇室的限制，独立战争前殖民地的抵押贷款机构发展一直毫无起色。独立战争胜利后，它们得以自由借鉴母国的发展。为了建立抵押贷款市场，英国理论家建议成立互助团体，集合资金后贷给参与者。1797年，杰里米·边沁（Jeremy Bentham）率先提出了“节俭银行”的概念，鼓励穷人储蓄。这催生出了一种互助式的“储蓄银行”，为存款人的资金支付利息，然后将这些存款贷出，扣除费用后用贷款利息向存款人支付利息。早期社会改革家普利赛拉·维克菲尔德（Priscilla Wakefield）在1804年成立了第一家此类机构，名为多腾汉姆利金银行（Tottenham Benefit Bank）[①]。

1810年，亨利·邓肯（Henry Duncan）倡导在苏格兰洛克威尔成立另外一家储蓄银行，其他储蓄银行也陆续成立，这一理念很快流传到美国。1816年，美国纽约、波士顿和费城掀起了储蓄银行运动，这些互助社最初将其存款的利率设定为1%，后来提高到5%，再后来更提高到10%。储蓄银行在东北诸州的移民中最受欢迎。储蓄银行一般会将存款的投资用途限制在不动产抵押贷款和安全性极高的债券。到1840年，储蓄银行已经有近8万名存款人，1850年进一步增加到25万人。存款规模从1835年的700万美元增加到1850年的4300万美元。1860年，储蓄银行的存款规模总计达到1.5亿美元，都可以用于抵押贷款。到19世纪末，储蓄银行的存款已占所有银行相关存款

① 参见Mason, *From Buildings and Loans to Bail-Outs*，第15页。

的1/3左右。

19世纪上半叶，住房与贷款互助社（B&L）开始在美国出现，这是一种变相的储蓄银行。作为存入他们的工资并取得贷款的安全场所，住房与贷款互助社很受工人欢迎。1831年，第一家住房与贷款互助社牛津普罗维登互助社（Oxford Provident）在宾夕法尼亚州法兰克福成立。该互助社的会员每月最高缴纳500美元，达到此标准后他们可以取得贷款购房。如果不按规定按月缴纳将被处以罚款，已缴纳的金额将被没收，会员提供的资金将被集中使用。1834年，鲍里储蓄银行（Bowery Savings Bank）成立；1836年，布鲁克林住房与贷款互助社（Brooklyn Building and Mutual Loan Association）开始营业。这些组织由它们的存款人所有。许多住房与贷款互助社都以它们所服务地区生活的族群命名，尤其是在大城市，例如捷克人、波兰人、意大利人等。

另一种贷款互助社叫作"常设贷款互助社"，第一家常设贷款互助社于1843年在南卡罗莱纳州查尔斯顿成立。互助社的会员开立单独的账户，无储蓄存款水平限制。他们的存款将被集合使用，由互助社的理事决定发放贷款。此类互助社的另一种形式叫作"代顿计划"（Dayton Plan），会员从互助社领取分红。后来出现了"永久资本"式的机构，像普通公司一样发行股票以筹集贷款资金。州商业银行也提供住房抵押贷款。但依据《1864年全国性银行法》设立的全国性银行被禁止发放不动产贷款。

1890年，费城有900多家住房与贷款互助社，其他大城市也开设了许多此类机构。同期，近一半的美国家庭拥有了自己的住房。1900年，全美有5000多家住房与贷款互助社，大部分的资产不到9万美元。住房与贷款互助社受各州监管，第一个相关的州立法规出现于内战前后。实施监管的做法很快铺开，到1900年已经全面普及，但实施范围或执行标准并不统一。1875年，纽约要求储蓄机构递交年度报告。1887年，该州要求储蓄机构接受年检，某些州实施了贷款限制，例如仅限为第一次抵押。

美国的住房抵押贷款市场通常是各地各自为政。内战后，铁路业主将广袤的土地出售给迁往西部的定居者，并在美国东部地区大力宣传去西部置业可享受的优惠抵押贷款，这些抵押贷款的条款各不相同。例如，伯林顿北方

铁路公司（Burlington Northern）按6%的利息提供10年“长期信贷”，借款人仅支付贷款头两年的利息。联合太平洋公司（Union Pacific）按7%的利息提供11年抵押贷款，首付仅需10%，贷款人只需支付头三年的利息。这些抵押贷款帮助点燃了1884—1887年美国西部地区的土地开发热潮，带来了一大波东部移民。但随着许多创业先行者开始返乡，土地价格暴跌，泡沫在1888年破灭[①]。

住房与贷款互助社热在19世纪80年代爆发，这十年内有超过5000家新的住房与贷款互助社成立。到19世纪90年代，某些住房与贷款互助社已经开始全国性经营。这些“全国性”机构的总资产曾达到1.4亿美元，在每个州都有分支机构。但大部分全国性机构都在那一时代的经济危机中倒闭，导致更多州立法，甚至之前并不监管储蓄机构的州也开始立法。此外美国也开始推出欧式抵押贷款市场。所谓欧式市场是这样被形容的：“19世纪中叶以前，由德法两国的互助式机构（Landschaften）、私人股份制抵押贷款银行和全国性垄断银行（the Credit Foncier）发行的抵押贷款支持债券，其收益率与政府证券一样低，但市场密度和深度却一样高。”[②] 这些欧式市场仅允许有充分担保的抵押来支持抵押贷款债券。

19世纪70年代，J. P. 摩根和其他人成立了美国抵押公司（U. S. Mortgage Company），负责销售欧洲的高收益抵押贷款支持债券。公平保险公司成立了商业信托来提供和销售抵押贷款。由于所销售的抵押贷款质量不佳，这两家公司均在1873年的危机中倒闭。19世纪90年代有更多机构倒闭，出现了为外国投资者提供农业贷款经纪和服务的抵押贷款公司，这些公司还销售以信托账户中的抵押贷款为支持的借据。

例如堪萨斯州的沃金斯土地抵押公司（J. B. Watkins Land Mortgage Company），就以信托方式将它提供的抵押贷款放置在纽约的农业贷款与信托公司。后来开始出售以信托持有的抵押贷款为担保的借据，这正是21世纪次级

① 参见 James Grant, *Mr. Market Miscalculates*, 第147~153页。

② 参见 Kenneth Snowden, “What Can History Tell Us About the Crisis in Mortgage Securitizations?”, 第16页。

抵押贷款证券使用的环节之一。共有 74 家公司取得了此业务的执照，但由于信托持有的抵押贷款质量极其糟糕，到 19 世纪 90 年代仅 7 家公司存活[①]。

19 世纪 90 年代，英国也在努力建立信用保险，以防范贷款违约。这也是销售次级抵押贷款的环节之一，在次贷危机期间导致许多问题。

20 世纪的抵押贷款市场

1904 年，纽约州授权财产权属保险公司为抵押贷款的偿还提供保险，为提供、承保、销售和服务住宅和商业地产抵押贷款的私人抵押贷款保险业务奠定了基础。“到 1913 年，一些公司还将抵押贷款交予信托，承保这些贷款的偿还，并向参与者销售这些抵押贷款的凭证。”[②] 此类“凭证式抵押贷款”可能针对单笔大额商业抵押贷款、某种形式的银团贷款或者小额住房贷款组合，并可能按照与现代证券化相同的方式打包。

1913 年，某些地区的全国性银行被允许提供农业贷款，1916 年，这一权限被进一步扩大。为了支持战争，1918 年通过立法鼓励工业区的住房建设。劳工部成立了一家房屋建设公司，但在一战结束前仅完成了大约 6000 套住房的建设。由名为紧急造船公司（Emergency Fleet Corporation）所负责管理的造船工人房屋建设计划建造了另外 9000 套房屋。一战结束后，为了解决军人返乡导致的房屋不足问题，全国性抵押贷款信贷银行计划出炉，但最终宣告失败。

在白宫的一次会议上，美国地方住房与贷款互助社联盟提议采纳该计划的替代方案，建立一个与美联储类似的储蓄银行系统，提供准备金融资，这是联邦住房贷款银行系统的前身。然而，随着抵押贷款市场的复苏，这一构想在 20 世纪 20 年代并未有大的发展[③]。时任美国商务部长的赫伯特·胡佛喜欢这一想法，认为它可以促进二次抵押。在当选总统并面对大萧条时，他会

① 参见 Kenneth Snowden, “What Can History Tell Us About the Crisis in Mortgage Securitizations?”, 第 16 页。

② 参见 Kenneth Snowden, “What Can History Tell Us About the Crisis in Mortgage Securitizations?”, 第 18 页。

③ 参见 Mason, *From Buildings and Loans to Bail-Outs*, 第 76 ~ 77 页。

记得这一经验。1929 年，布鲁金斯学会还建议设立一家中央抵押贷款银行，收购全国的抵押贷款，集中后将整个集合池的权益销售给投资者[1]。

地方性按揭贷款市场的趋势在 20 世纪 20 年代继续发展。在那一时期，各种形式的储蓄银行以及住房与贷款互助社被逐渐统称为储蓄与贷款协会（S&L），后被称为“储蓄机构”。保险公司当时也提供住房贷款，并且是该市场的重要组成部分，商业银行也提供抵押贷款。商业银行发放的不动产贷款从 1923 年的 14 亿美元增加到 1929 年的 45 亿美元，但大约 40% 的住房抵押贷款仍由个人提供。住房市场的另一个特点是仅 41% 的住房由业主使用，其中不到一半的由业主占用的房屋是有抵押贷款的，贷款价值比一般为 50%[2]。

其他参与者也在 20 世纪 20 年代登上舞台。抵押贷款经纪人发放的消费者贷款数量高于传统贷款人发放的数量。抵押贷款公司开始进入市场，到 1929 年，它们已经占到全部住房抵押贷款的大约 5%。这些机构通过出售股票或抵押贷款支持证券来筹措贷款资金，这是现代抵押贷款市场的前身。抵押贷款公司还参与利润率极高的第二抵押市场，因为此类贷款的利率更高。但这些抵押贷款公司的资本金不足，大部分都在大萧条期间倒闭，同样的情况又在次贷危机期间上演[3]。

大萧条以前，大部分住房抵押贷款的期限都相对较短，储蓄与贷款协会发放的抵押贷款期限为 6～11 年，保险公司发放的抵押贷款期限为 6～8 年，商业银行发放的抵押贷款期限为 3～5 年[4]。该市场的另一个显著特点，是抵押贷款几乎总是被持有至到期，或者被发起贷款的机构偿还。非储蓄与贷款协会发放的抵押贷款中，大部分都并未按贷款的期限分期偿还，而是要求在到期时一次性偿还大部分贷款[5]。尽管如此，在取得抵押贷款后，借款人还是可以在贷款到期时转换为新的抵押贷款。

前面提到，大萧条以前的大部分抵押贷款都是地方性的。贷款机构无法

① 参见 Mason，*From Buildings and Loans to Bail-Outs*，第 76～77 页。

② 参见 Mason，*From Buildings and Loans to Bail-Outs*，第 8 页。

③ 参见 Mason，*From Buildings and Loans to Bail－Outs*，第 65 页。

④ 参见 Leo Grebler et al.，*Capital Formation and Residential Real Estate*，第 233 页。

⑤ 参见 Barry P. Bosworth et al.，*The Economics of Federal Credit Programs*，第 47～48 页。

使用全国性的资本市场，甚至无法使用区域性的资本市场。它们大部分完全依靠本地资金来源，导致抵押贷款融资的资金流动极不均衡，也不稳定[1]。由于缺乏一个全国性的市场，利率也在5% ~9%之间变化。尽管如此，房价上涨和收入提高让这种抵押贷款制度在20世纪20年代运行顺利，住房抵押贷款的增长也十分迅速。在那一时期，住房抵押贷款的数量首次超过了农业抵押贷款的数量。从1914年至1926年，储蓄与贷款协会的资产增长了4倍，这归功于多方面的因素，包括财政部支持的“全国储蓄周”活动。这一公共服务活动鼓励人们储蓄，储蓄机构为此提供了现成的平台。

时任商务部长的赫伯特·胡佛提出了“更美之家周”活动，大肆赞美拥有住房的好处。他指出，“住房建设融资，尤其是二次抵押，是我们整个信贷体系最落后的环节。与购房相比，取得八五成贷款然后分期偿还要容易得多，而一般情况下，住房贷款要求更高的利率”[2]。胡佛说服了组装式预制房屋公司西尔斯罗巴克（Sears，Roebuck）的朱利叶斯·罗森沃尔德（Julius Rosenwald），按照6%的利率发放二次抵押按揭贷款。商业银行对这些贷款一直收取15%的利息，价格极端昂贵。后来银行下调了收费，促进了二次抵押贷款市场的发展。

某些储蓄与贷款协会依据“费城方案”发放第一和第二抵押贷款，包括从商业银行或保险公司取得约为房屋价值50%的首次非分期抵押贷款，储蓄与贷款协会按财产价值的30%发放二次抵押贷款。这意味着业主只需首付20%，并在到期日前仅支付第一抵押贷款的利息[3]。后来，某些储蓄与贷款协会同时提供首次和二次抵押按揭贷款。这种安排在次贷危机期间达到登峰造极的地步，“叠加”第二抵押贷款可让首付降至零。

从1917年至1925年，新开工住房数量增长了5倍，在开始下降前达到

---

① 参见E. S. Wallace，“Survey of Federal Legislation Affecting Private Home Financing Since 1932”，第481、482页。

② 参见Fred Wright，“The Effect of New Deal Real Estate Residential Finance and Foreclosure Policies Made in Response to the Real Estate Conditions of the Great Depression”，第231、236页。

③ 参见Snowden，“The Anatomy of a Residential Mortgage Crisis”，第12页。

95 万套[1]。20 世纪 20 年代，住房价格大幅上涨，然后在大萧条时期下降。在 1926 年飓风后崩盘前，佛罗里达房地产市场也出现了著名的泡沫，成为马克斯兄弟音乐剧《椰子》中讽刺的对象。北卡罗来纳州和加利福尼亚州的房地产投机也十分狂热。由于 20 世纪 20 年代股市的暴涨，贷款标准也被降低，这一情景在 21 世纪再次上演。20 世纪 20 年代，贷款价值比上升，许多业主都以极高的利率办理二次抵押贷款，信用风险评估也极其松散。1925 年，贷款止赎率开始上升。

与次贷危机一样，房地产贷款受到低利率的刺激，这正是点燃股市和房地产市场泡沫的原因所在。为了打击投机，1928 年美联储决定加息，令这两个市场遭受当头一棒。这一错误在次贷危机前再次重演。

到 1928 年底，超过 12000 家储蓄机构（thrift）持有总计超过 80 亿美元的资产，超过 1700 家机构在 20 世纪 30 年代倒闭。尽管如此，与大萧条时期商业银行的倒闭相比，储蓄与贷款协会的倒闭率不过是小巫见大巫[2]。衰退也令储蓄与贷款协会经营中的某些欺诈行为显露出来。有 17 家费城的储蓄机构董事会交叉任职，在被发现公司高管为价值被高估的物业批准贷款并收受开发商回扣后，这些储蓄机构被强制关闭。

不动产债券

20 世纪 20 年代，投资银行通过发行不动产债券为商业房地产开发项目筹集资金。最初，这些不动产债券仅针对具体的物业，但后来被扩大到抵押下的多个物业。例如，投资者可以用 1000 美元购买一份不动产债券，从而参与 122 份不同的抵押贷款。债券的发行人常常同意按折扣价格回购债券以提供流动性，提高债券对投资者的吸引力。1926 年，问题开始显现，佛罗里达的不动产债券开始在市场衰退时期违约。1927 年，纽约州检察长警告某些不动产债券公司对物业的估值过高。后来，行业制定了债券机构同意遵守的行为守

---

① 参见 Charles P. Kindleberger, *The World in Depression*, 第 60 页。

② 参见 Mason, *From Buildings and Loans to Bail-Outs*, 第 67 页。

则[1]。次贷危机期间，这些守则随着纽约州检察长安德鲁·古莫而流行起来。

1906年，抵押贷款开始被集合后放入信托，然后将信托的权益以担保信托凭证的形式出售给投资者，赋予投资者对抵押贷款池的完整份额。发行不动产债券的投资银行最初为之提供担保，但在后来的发行中放弃了担保。此后，唯一的担保是债券的标的物业。某些保险公司单独为不动产债券的本金和利息提供了全额或部分担保。抵押贷款担保业务是产权保险业务的延伸。1904年，纽约州的法律批准了抵押贷款担保。

抵押贷款担保业务在一战期间蓬勃发展，纽约州的抵押贷款担保公司数量在20世纪20年代增长了5倍，"抵押贷款保险余额也从5亿美元增加到近30亿美元；其中8亿美元承保的是凭证式抵押贷款"[2]。债券与抵押担保公司（The Bond & Mortgage Gurantee Company）为名为权属担保信托公司（Title Gurantee & Trust Company）出售给投资者的抵押贷款提供担保，它担保了20多亿美元出售给储蓄银行和其他投资者的抵押贷款。这是2007年次贷危机中单一业务保险公司的前身。

在20世纪20年代，抵押贷款担保公司受纽约州保险部监管。由于这些公司开始违约，该部在1933年暂停了进一步的抵押贷款担保，并接管了从事抵押贷款和抵押贷款凭证担保和销售业务的18家公司。《1907年莫兰德法》（*The Moreland Act of* 1907）授权纽约州州长任命一位"莫兰德专员"，负责调查广泛的活动。1934年，纽约州州长赫伯特·雷曼（Herbert H. Lehman）任命了一位莫兰德专员，负责调查该州抵押贷款债券和抵押贷款担保市场的崩盘事件。讽刺的是，雷曼的父亲正是投行雷曼兄弟公司的创始人之一，雷曼兄弟公司也正是毁于次贷危机的祸首，即抵押贷款支持债券。莫兰德专员发现，截至1933年12月31日，212874名投资者持有超过8亿美元的未清偿抵押贷款凭证，涉及9435次发行，其中大部分都已违约[3]。

莫兰德专员发现，抵押贷款债券常常完全或部分以不产生任何收益的空

---

① 参见 Snowden, "The Anatomy of a Residential Mortgage Crisis"，第16页。

② 参见 Snowden, "What Can History Tell Us About the Crisis in Mortgage Securitizations?"，第18页。

③ 参见 Report of the Moreland Commissioner，第3页。

置土地为担保。他还发现，对土地的评估往往都已过时，所依据的价格已经暴跌。在某些情况下，评估数据只是简单用贷款金额乘以法定最低比率150%得出，没有对物业进行任何检验。1932年和1933年所出售抵押贷款债券基于的许多物业在被出售给投资者时已经违约[1]。

商业地产债券市场也成为投资商业不动产抵押贷款的一个有效渠道，但也出现了一些问题。某些商业地产债券依据虚高的估值发行，与被抵押物业有关的问题也未披露。1926年，好几家商业地产债券机构倒闭。专为这些证券的交易而设立的纽约不动产证券交易所，也陷入了极其不利的境地。1929年10月21日，该所的交易大厅一开盘就遇到了美国历史上最严重的金融危机之一，交易所也未能幸存。

1934年，在芝加哥1万名被违约的债券持有人抗议后，众议院任命了一个特别委员会调查不动产债券持有人的重整问题。特别委员会由来自伊利诺伊州的众议员阿道夫·萨巴斯（Adolf J. Sabath）担任主席，在底特律、纽约、芝加哥和密尔沃基举行了听证会。它发现大约有100亿美元的不动产债券尚未清偿，违约的有80亿美元，影响了大约900万名投资者，许多人生计艰难。这些债券的主要发行人包括乔治—福尔曼公司（George M. Forman）、格林内鲍姆父子投资公司（Greenebaum Sons Investment）、美国债券与抵押公司（American Bond & Mortgage）、中部信托公司（Central Trust）、S. W. 斯特劳斯公司（S. W. Straus）、H. O. 斯通公司（H. O. Stone）以及兰克布茨公司（Lackner Butz）。

特别委员会对于那些为保护违约抵押贷款债券持有人利益而设立的“保护委员会”的滥权行为表示担忧，但它打击这些滥权行为的方式是通过提高费用。1929—1933年期间设立了1万多个保护委员会。

这些保护委员会采用较为标准的模式。在抵押贷款债券发生违约时，成立一个负责人由自己任命的债券持有人保护委员会，要求投资者将其债券交存给保护委员会，然后委员会将交存的债券作为担保获得贷款，用来购买违

① 参见Saperstein，“Real Estate Bond Issues of the Future”。

约物业。这些物业被放入信托计划后，再向债券持有人发放代表其对相关物业权益的信托凭证。这些物业由保护委员会来管理，并按物业年度毛收入的4%～5%收取管理费，另加相关支出。萨巴斯调查之后，国会通过了《1938年钱德勒法》（*Chandler Act* 1938），赋予证券交易委员会（证交会）监督公司重整的权力①。《钱德勒法》于1978年被废止。

大萧条

大萧条导致整个银行体系几乎彻底崩溃。到1933年2月底，经常会看到存款人“拿着提包和纸袋排成长队，取走在银行的黄金和纸币以藏在床垫下和旧鞋盒中。似乎将终生的积蓄放在阁楼上要比信任全国最大的金融机构更安全”②。2007年次贷危机波及英国时，类似的银行挤兑再次在现实中上演。

新政采取了好几个步骤来解决这些问题，富兰克林·罗斯福宣誓就任总统后立即宣布银行停业。

国会通过立法加强美联储的权力，但在恢复银行流动性上惨遭失败，幸好这一错误并未在次贷危机期间重演。新政还通过了《格拉斯—斯蒂格尔法》，将商业银行与投资银行的职能分开。《格拉斯—斯蒂格尔法》人为设立的红线困扰了银行数十年，直到20世纪70年代才得以避开许多限制，1999年该法被完全废止后银行得到彻底解放。一些批评人士指责废除该法为次贷危机埋下了祸根，但其中是否真有因果关系并不确定。

国会还特别关注全国性银行抵押贷款的发放情况。它在1927年通过了《麦克法登法》（*McFadden Act*），允许全国性银行发放住房抵押贷款，随后全国性银行的抵押贷款业务“暴增”。这引起国会对“不动产价值的过度膨胀”的忧虑，以及许多银行“因其不动产承诺以及租金和售价的严重萎缩打击，无力回天”。为解决这些问题，《1993年银行法》（*Banking Act of* 1993）中加入了一条规定③，要求联邦储备银行检查确定银行是否不当使用存款人的资

① 参见Final Report of the Select Committee to Investigate Bondholder Reorganization，第521～523页。

② 参见William E. Leuchtenburg, *Franklin D. Roosevelt and the New Deal*，第39页。

③ 参见12 U.S.C. §301。

金，用于“投机性持有或买卖……不动产”[1]。这一权力对于防范次贷危机未能起到任何作用。

新政的另一项遗产是成立了联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation，FDIC），为商业银行的存款账户提供联邦政府担保的保险。1934年7月5日，利迪娅·罗伯西格（Lydia Lobsige）在伊利诺伊州东皮奥里亚的丰迪拉克州银行（Fond du Lac State Bank）破产后收到了第一笔联邦存款赔偿。最初，联邦存款保险公司的保险责任为每个账户持有人2500美元，这一金额在1980年提高到10万美元，2008年次贷危机期间进一步提高到25万美元。联邦存款保险公司的资金来源于向会员银行收取的保费。2008年，它的保险基金总计超过450亿美元，为超过5万亿美元的存款提供保障。

联邦存款保险公司防止银行挤兑的效果非常明显。罗斯福在就职典礼上宣布的银行停业期间，共有18000家银行关闭，其中近70%在几周后重新开业，存款人重新将大约10亿美元资金存回银行体系[2]。美联储反对在加州拥有410个网点的美国银行重新开业，但财政部长威廉·武丁（William Woodin）下令它无论如何也要重新开业[3]。历史证明该行的生存能力一直很强。它的前身是意大利人银行，其总部在1906年旧金山地震中毁坏，地震后该行很快重新开张。但美国银行在次贷危机期间摇摇欲坠。

联邦存款保险公司恢复了存款人对银行体系的信心，但它也造成了对纳税人的“道德风险”。由于联邦政府站在银行所持有存款的背后，股东失去了监督银行资信的动力。次贷危机期间，在亟需大规模的政府拯救时，这一道德风险卷土重来。批评者指责这些失败归咎于风险管理的失败，因为银行认为如果因过度的杠杆而遇到问题，政府将会拯救它们。由于存款人无须监督其存款的安全，管理层可以在没有存款人监督的情况下为所欲为。

1932年，每月大约有2万起农业抵押贷款止赎，引发人们担心农民可能会起义。多个州都爆发了声势浩大的抗议，包括爱荷华州、俄亥俄州、伊利

---

① 参见 John A. Deangelis，“Riches Do Not Last Forever”，第777、783页。

② 参见 James Stuart Olson，*Herbert Hoover and the Reconstruction Finance Corporation*，第114页。

③ 参见 Frank Freidel，*Franklin D. Roosevelt*，第95页。

诺伊州、俄克拉荷马州、明尼苏达州、密西西比州和堪萨斯州。一些农场社区组织起来阻止止赎拍卖，他们的朋友同意按足够低的价格竞拍被止赎的物业（“一分钱拍卖”），拍得后将把物业归还给业主。

政府为了解决农场问题提出了多个方案[1]。《1934年弗雷泽—勒姆克法》（*The Frazier - Lemke Act of* 1934）要求对破产诉讼中的被止赎农场进行评估。然后，农民可以选择新的六年按揭贷款，要求抵押权人按照评估价将物业出售给他，在前五年每年偿还2.5%的本金，之后每年偿还比例增加至5%。所有未偿还的余额将按1%的年利率收取利息。如果抵押权人拒绝这种安排，则破产法院必须将所有程序中止5年，农民在支付合理租金的前提下，在此期间继续保留对农场的占有。但最高法院裁定该立法违宪[2]，后来政府通过建立作物补贴来应对农场危机。

住房市场

由于民用和商用建筑发展滞缓，建筑业受到的创伤尤其严重。到1933年，建筑业有200多万人失业，房屋建设开工量从20世纪20年代的峰值下降了90%。随着大萧条的深入，在20世纪20年代末发放的短期抵押贷款纷纷到期，贷款人开始要求还款，住房抵押贷款止赎数量扶摇直上。与业主们期望的借新还旧惯例不同，这次贷款人开始大面积止赎。1933年，50多万套住房抵押被止赎，最高的时候每天有1000套住房止赎。但这仍未能缓解贷款人的窘境，因为物业一旦被接管，其价值与所担保债务相比只不过是杯水车薪。“按照当时的条件，许多人都无法以任何价格卖出。”[3]

失业率也直线攀升，1933年达到近25%的水平。建筑业基本停顿，汽车工业损失了大约一半的劳动力，而未被裁员的工资也几乎减少了一半。许多失业的业主无法履行其抵押贷款还款承诺。业主不顾一切挽救自己的房屋，用尽自己的储蓄，向亲友借钱，将保单变现。但随着大萧条的深入，这些还款来源很

---

① 参见 Murray R. Benedict, *Farm Policies of the United States*。

② 参见 *Louisville Joint Stock Land Bank v. Radford*, 295 U. S. 555 (1935)。

③ 参见 Federal Housing Administration, *The FHA Story in Summary*, 第1页。

快就耗尽。对22个城市的研究发现，在所有设立第一抵押并且由业主占用的房屋中，近45%在1934年开始违约。这些城市中设立有第二和第三抵押的房屋违约率更是超过54%。综合来看，几乎一半的抵押贷款出现违约。违约率最高的要数20世纪20年代末发放的贷款，说明当时的贷款标准已经降低。

“到1933年，按揭贷款市场已经基本失去作用。1929—1933年，按揭贷款的存量减少了15%，房屋建设活动下降了8%。”[①] 多州政府发布公告，要求处理止赎程序的银行和法院以归属未定为由暂停这些程序。许多州提出立法，禁止以不到物业评估价值2/3（或某些其他比例）的金额司法出售被止赎的物业。其他州也通过法律，允许止赎业主在规定期限内取得再融资后重新取得其物业，有的可长达一年[②]。

在大萧条期间，为了缓解业主们的状况，多个州通过了紧急立法。最流行的要数28个州通过的立法，要求在规定时期内暂停司法止赎程序。而在其他州，业主可以重新取得其已止赎物业的赎回期得以延长。另一批法律通过设置止赎物业的“公允市场价值”，禁止在止赎程序中的大额债务清偿余额判决，间接规定了任何债务清偿余额的最高金额[③]。

住宅不动产市场的问题归咎于多方面的因素。由于人口流动和投机的原因，不动产的价值据称是不稳定的，业主陷入他们无法偿还的债务，常常又设立了第二和第三抵押。使用短期的非分期抵押贷款，实际上意味着大部分业主将面临他们无力承担的一次性还款。他们依赖其他抵押的再融资，而这在抵押贷款市场崩溃时期根本不可获得。许多业主的首付甚至也是借来的，这一情况在次贷危机期间重演。

如次贷危机一样，许多贷款被发放给根本无力承担的消费者。让根本无力按照合同条款履约的阶层拥有住房，以及向其他人销售超过其承受能力的更昂贵物业，主要是受金融利益集团的情绪化或感性理由驱动，导致许多人承担债务负担远远超过了他们的承受能力，并迅速吹大了止赎的规模，加剧

① 参见 Bosworth et al., *The Economics of Federal Credit Programs*，第48页。

② 参见 Robert H. Skilton, “Developments in Mortgage Law and Practice”，第315页。

③ 同上。

了不动产价值的波动，摧毁了其他拥有足够金融资源的其他人对拥有住房的看法[1]。

“城里人一直在被鼓动买房，尤其是在泡沫年代。”[2] 物业的评估往往是不可靠的，降低了银行所持有担保物的价值。此外，银行也用短期资金来投放中长期的住宅抵押贷款，这会在短期利率上升时产生损失威胁。所有这些问题在次贷危机期间再次暴露。

政府担保企业的涌现

赫伯特·胡佛总统和富兰克林·罗斯福总统成立了多家政府担保的企业（GSE，当时称为“公共商业企业”）来恢复金融体系。这些政府担保企业非但没有取得成功，反而成为未来两次金融危机的中心，一次是20世纪80年代涉及储蓄与贷款协会的危机，另一次是2007年开始的次贷危机。

政府担保企业并不是一个新概念。美国政府之前已经持有北美银行的多数股权（62.5%）。北美银行在独立战争快结束时成立，作为管理全国财政的一个途径，从而可以保住战争的成果。此外，联邦政府还两次持有合众银行20%的股权，一次是在1791年至1811年期间，直到国会停止为其执照续期，另一次是从1816年至1833年，直到被安德鲁·杰克逊总统与国会中的反对者发生激烈冲突后摧毁。

此外，联邦政府在多个项目中扮演了合资创业的角色，例如铁路、邮政和后来的巴拿马运河。一战期间，联邦政府通过多个政府担保企业控制了一大部分经济命脉，包括战备金融公司、食品管理局、谷物公司和美国住房建设公司。战后这些公司全部被注销，但使用政府担保企业来解决金融和其他商业问题的概念已经牢固地走入政府政策[3]。

---

① 参见 Wallace，“Survey of Federal Legislation Affecting Private Home Financing Since 1932”，第481～482页。

② 参见 Thomas S. Stone，“Mortgage Moratoria”。

③ 参见 David Lilienthal and Robert H. Marquis，“The Conduct of Business Enterprises by the Federal Government”。二战期间，联邦政府甚至进一步扩大了对GST的使用范围，国民经济大部分都由某个此类企业经营，例如进出口银行。

此外，联邦政府在1916年还通过建立农场信贷系统，成立了联邦土地银行与合作社，干预抵押贷款市场。该系统的宗旨是鼓励更多的信贷流入农业抵押贷款。该计划在1923年进一步扩大，设立了联邦中介信贷银行和生产信贷协会，为农民提供贷款以便他们在收获前支付经营费用[①]。

联邦住房贷款银行委员会

胡佛总统祭出政府担保企业来拯救经济的做法，在1931年白宫的“住房建设及住房拥有大会”上就开始了，当时有3700多人参会。会议呼吁建立抵押贷款信用体系，更好地保护业主和贷款人。它建议通过改进技术以更低的成本建造更好的房屋，并支持对旧房进行翻新改造。这听起来好像只是精神安慰，但住房的翻新确实被纳入胡佛的继任者富兰克林·罗斯福总统的新政中。

胡佛总统拒绝了让储蓄机构加入联邦储备系统的建议。相反，他请求国会立法建立联邦住房贷款银行体系，作为抵押贷款市场的中央银行。该方案采用了联邦土地划拨体系的模式，得到全国不动产监管局协会和住房建设及住房拥有大会的支持。在他1928年的竞选活动中，胡佛还建议成立一家住房贷款折扣银行。

《1932年联邦住房贷款银行法》（*The Federal Home Loan Bank Act of* 1932）设立了联邦住房贷款银行委员会（FHLBB），在征求参议院意见并取得其同意后，由总统任命的五名成员组成。该法授权联邦住房贷款银行委员会为参与该系统的储蓄机构预借资金。整个体系由12家新成立的联邦住房贷款银行（FHLB）组成，作为区域性的银行中心，负责提供预借的资金。联邦住房贷款银行由被授权认购其股份的当地贷款机构所有，由一个十二人董事会管理，其中四名董事由联邦住房贷款银行委员会任命，剩余的由会员机构选举产生。此外还成立了联邦储蓄与贷款顾问委员会，每家联邦租房贷款银行委派一名代表，作为联邦住房贷款银行委员会的顾问。

州立储蓄与贷款协会可以自愿加入联邦住房贷款银行，但许多州立储蓄

---

① 参见Thomas H. Stanton，“Federal Supervision of Safety and Soundness of Government - Sponsored Enterprises”。

与贷款协会不愿加入。1936年，仅大约1/3的州立储蓄与贷款协会成为会员，但后来它们的态度发生改变。1941年，所有州立储蓄与贷款协会资产的大约90%都已加入联邦住房贷款银行系统。领取联邦执照的储蓄与贷款协会由1933年通过的法律授权，被要求必须成为联邦住房贷款银行系统的会员。此类执照最初并不受欢迎，因为它的限制比大多数州更严格。到1936年，仅约10%的州立储蓄机构改用联邦执照。同年，联邦住房贷款银行委员会修改了执照限制，使这些机构与州立储蓄与贷款协会处于相同的竞争起点，这提高了它的受欢迎程度。到1938年，近4000家储蓄与贷款协会，甚至有7家保险公司加入了联邦住房贷款银行系统。1945年，大约24%的储蓄与贷款协会取得了联邦执照。

联邦储蓄与贷款协会还拥有另一个优势。与商业银行不同，它们可以在偏远地方开设网点。到20世纪60年代，超过20%的储蓄与贷款协会都至少有一个网点。由于它们属于非营利组织，储蓄与贷款协会在1952年前都免交大部分税收。此外，它们还享有诸多豁免，大部分储蓄与贷款协会不用纳税，直到20世纪60年代法律收紧，这些机构才需要对其50%的利润缴税。

联邦住房贷款银行为储蓄与贷款协会会员提供贷款，因为后者一般无法吸纳当地存款以作为贷款的资金来源。这些预借可以利用从联邦住房贷款银行委员会获得贷款的储蓄与贷款协会所持有的第一住房抵押权为担保。此外，财政部也被授权购买不超过10万美元的会员储蓄与贷款协会优先股，但这一授权很少被使用。联邦住房贷款银行委员会还被授权通过发行自己的借据筹集资金。

在成立后几个月内，联邦住房贷款银行委员会就向会员提供了接近1亿美元的贷款。从1932年至1938年，它向会员提供了近4.5亿美元的贷款，最高峰时期的未清偿余额达到2亿美元。但这些贷款运作被称为不过是“杯水车薪”[①]。

---

① 参见Wallace，“Survey of Federal Legislation Affecting Private Home Financing Since 1932”，第481、488页。

复兴金融公司

胡佛总统试图通过某些额外的政府干预来应对大萧条，依据《1932 年紧急救济和建设法》（*Emergency Relief and Construction Act of* 1932）成立了复兴金融公司（RFC）。这家政府担保公司的职能是为银行以及私人部门的其他企业提供紧急资金。但在签署该立法时，胡佛表示复兴金融公司的宗旨并不是用于拯救大银行或工业，而仅是中小银行和金融机构。

第2节 按揭贷款市场的建设

罗斯福法案

胡佛总统反对不通过银行这一中介，直接由政府向业主发行按揭贷款的做法。尽管如此，联邦住房贷款银行委员会仍被国会授权直接发放贷款，当然其核心并不是履行这一职能。在任何情况下，联邦住房贷款银行委员会只能发放贷款价值 60% ~70% 的贷款，但由于蔓延全国的贫困，这是不现实的。1933 年初，联邦住房贷款银行委员会收到了 4 万多笔直接贷款申请，但仅批准了 3 笔。罗斯福总统履新后追求更强有力的办法。他认为美国是“业主的国家”[①]，住房按揭贷款是“美国金融体系的支柱”[②]，而这一支柱受到了严重损坏。1933 年，住房止赎达到了创纪录的 25 万起，房屋建设开工量也从 1925 年的最高峰下降了 90%。住房的价值从 1930 年到 1933 年下降了大约 27%。

在任职的第一天，罗斯福将储蓄机构和联邦住房贷款银行都纳入银行停业的范围。随后，联邦住房贷款银行很快被允许重新开业，为多个会员提供贷款以帮助后者渡过危机。罗斯福成立了一个紧急委员会来解决抵押贷款市

① 参见 Franklin D. Roosevelt, Letter to the Board of Directors of the United States Savings and Loan League。1942 年 11 月 10 日。

② 参见 Fred Wright, "The Effect of New Deal Real Estate Residential Finance and Foreclosure Policies Made in Response to the Real Estate Conditions of the Great Depression"，第 231、236 页。

场的崩溃问题。该委员会（National Emergency Coancit）建议创设长期性的联邦保险抵押贷款，并成立协会购买这些抵押贷款。这些新政旨在解决那时以及现在一直困扰住房贷款人的四大顾虑：违约风险，即借款人不履行部分或全部还款计划的风险；与抵押贷款的提供、偿还和销售有关的高交易费用；流动性风险，在资金来源具有短期性和不可获得性的同时持有长期不可变现资产；以及利率风险，即与抵押贷款相比具有不同现金流特征的替代投资的最终收益率的不确定性①。

房主贷款公司

为了强化抵押贷款市场，《1933 年住房业主贷款法》（*Home Owners Loan Act of* 1933）设立了房主贷款公司（HOLC），由联邦住房贷款银行委员会的成员负责。通过从住房金融公司获得的资金，财政部在房主贷款公司成立时向其注资 2 亿美元。住房金融公司有权发行自己的债券，以政府担保作为支持。最初，担保的范围仅限利息，不涉及本金，为了提高房主贷款公司债券的市场吸引力，1934 年担保的范围被扩大到本金。最终被授权发行的债券价值总计达到 47.5 亿美元。

房主贷款公司用其债券置换贷款金额不超过物业价值 80% 的住房抵押贷款。如果贷款人不希望接受债券，房主贷款公司可支付部分现金，但最高不得超过物业价值的 40% 。可使用房主贷款公司抵押贷款拯救的物业价值不得超过 2 万美元。此外，房主贷款公司还被授权向已经在止赎诉讼中失去房屋的业主预借资金，从而可以收回这些房屋。通过收购被违约的抵押贷款，为储蓄与贷款协会注入了新的资金，提供了流动性，让它们可以提供新的贷款并继续经营。从 1933 年到 1936 年，在其贷款授权过期后，房主贷款公司接管了 100 多万套住房，用 27 亿美元的债券置换这些抵押贷款。

房主贷款公司的使命是遏制住房抵押贷款的大面积止赎。它希望通过用业主可以履约的新抵押贷款合同，置换已经违约或陷入困境的抵押贷款，从

---

① 参见 Bosworth et al.，*The Economics of Federal Credit Programs*，第 48 ~ 49 页。

而实现这一目标。向银行收购问题抵押贷款，然后以更为宽厚的条款（15 年期限，利率 5%）向业主发放新的抵押贷款实现这一目的。房主贷款公司将流行的短期抵押贷款转换为按贷款期限分期偿还的长期贷款。房主贷款公司提供的贷款期限为 15 年，利率为 4%。这有利于业主降低对短期再融资的依赖，使他们无须在取得贷款几年后就必须一次性偿还巨大金额。业主能够保住自己的住房并随着时间推移积累净资产。这一贷款结构成为当今“传统”按揭贷款的原型。

房主贷款公司总计收购了大萧条期间全部住房抵押贷款的约 20%。申请贷款总计约 190 万笔，金额达到 61 亿美元，约占当时未清偿住宅不动产债务的一半。尽管新贷款的条件宽厚，房主贷款公司所收购的 20% 抵押贷款也陷入违约，最终它拥有了大约 20 万套房屋，并在几年后出售。最高时，房主贷款公司持有 10 多万套住房库存。房主贷款公司在全国各大城市设立了 11 家区域办公室，另有大约 450 家州和地方办公室，雇用大约 2 万名员工。房主贷款公司使用大约 3000 名合同管理经纪人来吸引出租人、收取租金以及履行必要的维护维修，以使被止赎的房屋适合出售。这些经纪人按照比例收费或按每套房固定价格收费。

1939 年欧洲战争的爆发最终启动了经济复苏的发动机，住房市场焕发新的活力。随着战争的深入，许多城市一度出现住房短缺的问题。这一情况的变化让房主贷款公司得以处置它所持有的止赎物业。1951 年房主贷款公司解散时，它甚至向财政部缴纳了 1400 万美元的盈利。尽管如此，房主贷款公司的批评者指控房主贷款公司的贷款计划对贷款人的帮助要多于对借款人[①]。

联邦住房管理局

尽管有房主贷款公司的努力，20 世纪 30 年代的住房市场仍然举步维艰。1933 年 12 月，罗斯福总统任命了一个委员会来考虑需要哪些进一步的行动来解决危机，成员包括纽约商人弗兰克·沃克（Frank C. Walker）、联邦住房贷

① 参见 Robert S. McElvaine, *Great Depression*，第 162 页。

款银行委员会主席约翰·费伊（John H. Fahey）、时任国家复兴署（NRA）特别助理署长阿弗雷尔·哈里曼（W. Averell Harriman）和美国商会会长亨利·哈里曼（Henry I. Harriman）。该委员会将其许多工作委托给时任中央统计局主席的经济学家温菲尔德·瑞菲勒（Winfield W. Riefler）。他提出了政府为住房抵押贷款的本金和利息提供担保的政府保险理念。这将有助于缓解对住房抵押贷款违约风险的担忧，有利于在流动性较好的二级市场买卖住房抵押贷款。此外，这还有利于建立一个全国性的抵押贷款市场。

这一建议导致了《1934年全国住房建设法》（*The National Housing Act of* 1934）的通过，包含了有关此类保险的规定（该法的起草者弗兰克·沃特森是罗斯福"智库"成员、多份联邦证券法律的起草参与者托马斯·柯克兰推荐给总统的。柯克兰后来成为华盛顿声名狼藉的游说客）。这一新的立法大约一个月时间就在国会加速通过了。

《1934年全国住房建设法》成立了联邦住房管理局（FHA），这是一个新的独立联邦机构[①]。1934年6月，标准石油公司前高级副总裁詹姆士·墨菲特（James Moffett）被任命为该局首任局长。墨菲特宣布联邦住房管理局将作为一家稳健、保守的企业来管理。他招聘的人中包括纽约美国城市银行副行长罗杰·史迪梵（Roger Steffan）。联邦住房管理局为私人贷款人提供因首次购房、建筑和翻新借款人的抵押贷款违约而遭受的损失保险，承保1~4户的建筑。

最初，联邦住房管理局为维修和新建住房提供资金，以复兴建筑业，发挥"增压泵"的作用。根据该计划，贷款机构最高可获得相当于20%翻新贷款的损失的保险。保险无须提供担保物，但维修和建筑贷款的金额最高不得超过2000美元，最长期限不得超过5年。该计划最初预计只持续18个月[②]，但它仍保留到现在，并在次贷危机期间为稳定住房市场发挥了重要作用。

1934年8月9日提出的"更好住房运动"促进了联邦住房管理局的贷款计划。它伴随着联邦住房管理局的大规模宣传运动，就好比二战期间的债券

---

① 参见 Public Law No. 73-479。

② 参见 Federal Housing Administration, *The FHA Story*, 第5页。

宣传。报纸充满了广告和社论，志愿者向公众进行了超过300万次上门拜访。联邦住房管理局还通过每周一次的广播节目进行推广，该节目的主持人是著名的RCA网络主播“建筑大师”希尔马·罗伯特·鲍克黑奇(H. R. Baukhage)[1]。

到1934年底，4000多家金融机构加入了该计划，提供了大约7.3万笔房屋修缮贷款。当时，每天发放的房屋修缮贷款达到大约40万美元。估计在该计划下每借款1美元，业主在房屋修缮上额外花费了5美元。翻新帮助降低了建筑业的失业率。“更好住房运动”估计带动了超过2.1亿美元的额外房屋修缮支出，过程中雇用了75万人。

据认为联邦住房管理局的计划是通过置换昂贵的二次抵押贷款和多种费用的短期性高息首次按揭贷款，降低抵押贷款的成本。被保险的抵押贷款的贷款价值比最高不得超过80%，期限不得超过20年。贷款将按月分期偿还，贷款金额不得超过1.6万美元，利率不得高于5%~6%。

联邦住房管理局承保的贷款必须“在经济上稳健”，该局为此编制了一份承保手册，成为联邦住房管理局的“圣经”。所谓经济上稳健，是指贷款人必须可以合理预期借款人会如期支付分期利息和本金，偿还贷款。联邦住房管理局的官员对贷款进行检测，征求借款人的意见以了解他们是否有能力承担具体的贷款。有关抵押贷款经济稳健性的另一个要求是贷款必须使用住房担保，且该住房的价值必须有公允的安全边际，能够合理地保证抵押贷款本金通过分期还款逐步减少。在满足这一标准上，一个顾虑是评估员的专业性。1926年，为了建立估价师认证机制，美国不动产估价师协会成立，但它并未能解决评估实物问题。1931年，美国地方住房与贷款互助社联盟成立了评估部，采纳标准化的评估表格和统一的评估惯例，纠正了这一不足。

如果发生违约，联邦住房管理局必须向贷款人偿还抵押贷款的未清偿余额。还款方式为美国联邦政府担保的长期计息借据。这些联邦住房管理局的借据按3%的利率支付利息，期限3年。这一安排为联邦住房管理局提供了一

---

① 参见Federal Housing Administration, *The FHA Story*, 第8~9页。

些喘息空间，以便在真正需要向贷款人支付现金以赔偿按抵押贷款违约前处置物业。

联邦住房管理局的计划借鉴了互助人寿保险公司的方案，因此在设计上考虑了自身的盈亏平衡。除本金和利息外，联邦住房管理局所承保抵押贷款的偿还，包括一笔较小的抵押贷款保险费，由抵押权人每年支付给联邦住房管理局。这些保险费将实现联邦住房管理局的自负盈亏，与互助人寿保险公司一样，也许可以向借款人分红。

联邦住房管理局被授权承保首付较低但支付收入比率高于私人市场标准的抵押贷款。但联邦住房管理局的贷款指引排除了最低收入者生活的高风险社区。将这些社区排除在政府支持的贷款计划之外，被认为加剧了城市的下滑和贫民窟中少数族裔的孤立。逆向的差别待遇也同样被采纳。20 世纪 30 年代，富裕家庭所在的社区也被排除在联邦住房管理局的计划之外，这明显是认为这些社区不需要协助。20 世纪 80 年代，联邦住房管理局的扶助对象调整为大多数低收入家庭[①]，但根据规定联邦住房管理局所承保抵押贷款的最高金额，保留了逆向差别待遇。

1934 年 11 月 3 日，纽约担保信托公司成为第一家经批准的联邦住房管理局贷款人。同年 12 月 21 日，联邦住房管理局纽瓦克分局为将利用该局融资修建的第一幢房屋签发了第一笔贷款承诺。该房屋的业主为沃伦 · 纽柯克（Warren H. Newkirk）夫妇，借款金额 4800 美元。1948 年这对夫妇还清贷款时，他们依据其互助抵押贷款保险分红计划收到了联邦住房管理局 400 美元的分红。

到 1935 年底，联邦住房管理局每天发放的房屋修缮贷款数量接近 1000 笔。这些贷款的平均金额为 419 美元，平均期限 28 个月。抵押贷款保险承保了 23400 笔抵押贷款，总计价值 9400 万美元，但该计划并未达到预期。在运作的前三年，全部抵押贷款中仅 18% 拥有联邦住房管理局的保险。但到 1936 年底，抵押贷款保险的保险费和评估费总计达到每月 50 万美元。承保住房抵

① 参见 Kerry D. Vandell，“FHA Restructuring Proposals：Alternatives and Implications”。

押贷款的数量比上一年增长了3倍。二级市场也在发展，1936年，大约有6000万美元的抵押贷款被买卖，其中有保险的约占总金额的15%。

《1934年全国住房建设法》还推动成立了联邦储蓄与贷款保险公司（FSLIC)，职能类似于为商业银行的存款账户提供保险的联邦存款保险公司，但参与该计划的储蓄与贷款协会面临许多限制，这些限制通过1935年修正案得以缓解。例如，修正案降低了保险费，促进了会员的发展。《1935年住房保险救济法》为降低住房抵押贷款的压力提供了额外的资金。

1935年2月，联邦住房管理局签发了它的第一个低成本住房抵押贷款保险单，对象为弗吉尼亚州阿林顿的某个项目，共有276套住宅，该局收到了大约1.5万份申请。联邦储蓄与贷款保险公司还向纽约以及其他地方的公共住房项目发放了贷款。此外，《1933年全国工业复兴法》（*The National Industrial Recovery Act of* 1933）授权公共工程监管局建设低成本住宅。在该法被宣布违宪之前，该局已经修建了4万套住房。1937年，国会批准的一个房屋建设计划以补贴贷款的形式为州和地方政府提供资金，以修建公共住房，以很低的月租水平出租给穷人[①]。

复兴金融公司扩张

复兴金融公司在振兴经济上的成效未达到胡佛总统的预期，罗斯福上任后延续并扩大了该公司的经营范围。复兴金融公司获得向国库借款的无限权力。国会将其权力进一步扩大到包含收购银行、保险公司和其他机构的股权。在大萧条期间，复兴金融公司为超过7300家银行和信托公司发放了超过1.5万笔贷款，总计金额近20亿美元。复兴金融公司认购了4202家银行和信托公司的优先股，价值7.82亿美元。此外，它还购买了另外2913家银行和信托公司的票据和借据，价值3.43亿美元。它又向432家抵押贷款公司提供了3.54亿美元的贷款。接受该公司贷款的按揭贷款公司大约有一半位于加州、纽约州和俄亥俄州。此外，复兴金融公司还向1183家住房与贷款互助社提供

① 参见David Listokin，“Federal Housing Policy and Preservatio”。

了1.4亿美元贷款。

复兴金融公司的另一个计划涉及直接向无法获得信贷的问题企业发放贷款。该计划包含由复兴金融公司和一家私有银行合作提供的“参与”贷款。在其中某些贷款中，复兴金融公司同意在该银行要求时回购该行的参与金额，作为一种形式的担保。有时，复兴金融公司收购了公司的股本。另外，复兴金融公司还向银行和抵押贷款公司提供可以立即转贷给具体企业的贷款。

复兴金融公司在1935年成立了一家子公司，名叫RFC抵押公司，负责买卖联邦住房管理局承保的抵押贷款，后来还买卖退伍军人管理局担保的抵押贷款。RFC抵押公司还被授权收购1.73亿美元无上述担保的商业地产抵押贷款。在1947年注销前，RFC抵押公司拨付了4.19亿美元资金[①]。复兴金融公司本身在二战期间变为一家与战争相关的机构，后来在1957年解散。它报告在整个经营期间取得了3.33亿美元的净利润。

房利美

《全国住房建设法》授权联邦住房管理局为全国抵押贷款协会颁发执照，从而可以买卖由联邦住房管理局承保的抵押贷款，此类实体必须至少拥有500万美元的资本。这一授权背后的理由是，这些机构会让抵押贷款资金向全国开放，降低服务不足地区的利率，但一直以来只成立了一家此类协会。市场对此缺乏兴趣是因为这些协会不能直接发放贷款，它们只能买卖他人发放的贷款。

复兴金融公司在1938年成立了一个名叫全国抵押贷款协会的实体，后来很快改名为联邦全国抵押贷款协会，而今天人们都称它为“房利美”。房利美于1950年被纳入建房与购房融资局（Housing and Home Finance Agency），此前它一直都是复兴金融公司的一个部门，在此期间，复兴金融公司向房利美提供了13亿美元贷款。房利美被授权向抵押贷款的贷款人收购由联邦住房管理局担保的贷款，资金来源于向公众出售债券。这样，抵押贷款的贷款人可

① 参见 Reconstruction Finance Corporation, *Final Report of the Reconstruction Finance Corp*。

以发放有担保的抵押贷款，然后再卖给政府。政府将这些抵押贷款转售给全国的私人投资者，从而大大提高了在单个储蓄与贷款协会存款之外的资金筹集能力。收购贷款后，按揭贷款的贷款人可以使用出售所得的资金发放更多的贷款，从而明显扩大了抵押贷款市场规模。

更多计划

1937 年通过的住房建设法希望通过鼓励就业和纠正低收入家庭严重缺乏安全、卫生住房的现象，全面提高国民的福利。该法在短期基本没有成效，但为未来大规模公共住房建设项目奠定了基础，可惜这些住房日后都变成了贫民窟。1938 年，国会放宽了联邦住房管理局承保贷款的要求，将最高贷款价值比提高到 90%，最高期限增加到 25 年，保险费也下降了一半。这极大地刺激了联邦住房管理局所承保抵押贷款的增长。1940 年，联邦住房管理局收到了足够的抵押贷款保险费，实现自负盈亏。

联邦政府还开始推广旨在为那些无力买房的家庭提供住房的计划。但所有这些努力都未能重振经济或解决住房市场的危机。1938 年，有超过 1000 万工人失业，约占整个劳动力的 16%。新政的许多措施仍然在实施，但对于结束大萧条毫无作用。但通过联邦证券法律以及罗斯福政府实施的惩罚性税收政策，这些计划也许延长了萧条的时间。大萧条的真正结束是欧洲战争爆发后。新政提出者也许不会被指责试错，但他们的住房抵押贷款计划确实为 2008 年几乎再次毁灭经济的下一次大金融危机埋下了祸根。

1939 年的政府重组计划成立了一个联邦贷款机构，负责协调和监督政府的各种贷款计划，包括联邦住房管理局的贷款计划。战时立法为国防住房抵押贷款的保险开通绿灯。该法放弃了将经济稳健性作为签发保险的一个前提条件，并成立了一个特殊的基金来承担这些贷款的损失。1942 年，总统成立了一个全国住房建设机构，被授权监督联邦住房管理局以及联邦政府的其他住房建设实体。

同年，战备生产委员会（War Production Board）发布了它著名的“停止建筑令”，停止一切被认为非战争所必需的私人建筑活动。1939—1945 年，新

房屋建设开工量下降了超过65%。尽管罗斯福政府采取了诸多努力，1940年全国的住房拥有率跌至43.6%的历史最低水平。但黑暗中也终于出现一点亮光，因为银行和储蓄与贷款协会得以出售它们通过止赎取得的所有物业，修复了它们的资产负债表。总统也敦促美国人民还清抵押贷款以遏制通胀。为了促进这一行动，联邦住房管理局豁免了1%的提前还款手续费。此外，联邦住房管理局还依据其互助抵押贷款保险体系，向还清贷款的业主支付分红。近1.3万名在1944年提前偿还贷款的借款人收到了分红。

战后热潮

1940年，仅约43%的美国住房由业主占用，但到1960年，这一比率已经升至60%。这归功于战后的建设热潮以及许多出租的房屋改为业主自己占用[①]。政府也扩大了1944年《退伍军人权利法》下的贷款补贴计划。该法设立了退伍军人管理局，为退伍军人提供长期性的分期偿还贷款，首付比例为20%或更低。这些宽厚的贷款条件帮助许多退伍军人拥有自己的房屋。该计划承保了大约32.7万份按揭贷款。1948年，房利美被授权收购这些贷款，为贷款人提供进一步的流动性。

从1935年至1953年，联邦政府承保了大约300亿美元的住房抵押贷款，其中大约240亿美元发放于1946—1953年，当时净流入住房抵押贷款市场的资金“明显高于流入货币市场或资本市场任何其他板块的资金，占到所有类型债务工具的总净流入资金的1/3，超过了流入公司以及州和地方政府证券的资金之和”[②]。同期承保的抵押贷款中约有一半属于传统抵押贷款，剩余的由联邦政府担保。有利于提高住房拥有率的另一个因素，是房地产税和住房抵押贷款相关利息可以在所得税前扣除。而出租人不享受这种扣除，必须承担其房屋的生活费用，也不能像业主一样可以通过分期偿还抵押贷款积累净资产。

---

① 参见 Alvin E. Coons and Bert T. Glaxe, *Housing Market Analysis and the Growth of Home Ownership*, 第3页。

② 参见 Saul B. Klaman, *The Postwar Residential Mortgage Market*, 第5页。

1946 年，总统任命来自肯塔基州的威尔森·沃特（Wilson Wyatt）担任美国住房建设促进局局长。他被要求制订计划并提出立法建议，打破建设瓶颈，更快地让退伍军人拥有自己的住房。《1949 年住房建设法》和后来的《1968 年住房建设法》启动了建设大规模公共住房的计划[①]。《1949 年住房建设法》将联邦住房管理局与当时显示有盈利的互助按揭贷款保险基金一起纳入建房融资局。《1949 年住房建设法》提出了"让所有美国人都拥有体面的住房和合适的生活环境"这一目标[②]。后来的调查发现，依据该法清理贫民窟而被拆除的住房数量，超过了依据其条款修建的住房数量。而更为不幸的是，许多建成的"项目"成为穷人没有希望逃离的犯罪集中地和贫民窟。芝加哥住房管理局开发的卡布里尼—格林公共住房项目（Cabrini - Green）就成为该政策失败的最丑陋典范，那里充斥着黑帮火拼、破坏公物和恐怖犯罪，甚至警察也害怕进入该项目，1970 年有狙击手从项目中的大楼中射杀两名警官。

近年来，建设此类大规模公共住房项目的冲动已经被通过补贴来提高低密度住房的可承受性运动取代。改革者还向开发商施加政治压力，以迫使他们在开发项目中预留规定比例的房屋，以按低于市场价格的价格出售给低收入家庭，作为获得开发剩余物业的许可证的一个条件。这一运动主张该要求的合理性在于教师、消防员和警察等许多中产阶级劳动者需要获得开发商的补贴，才能够承担生活在其城市工作环境附近的成本。

20 世纪 50 年代

《1948 年住房建设法》希望管理生产价格和租金范围更低的私人住宅，此外还通过立法鼓励使用大规模的建设项目来降低成本。其最佳典范是纽约和滨州的莱维敦项目（Levittown）。这些项目由不动产律师亚伯拉罕·利维特（Abraham Levitt）于 1929 年成立的利维特父子公司（Levitt & Sons）开发。利维特将他的儿子们也带入行业，他们在二战期间处理了一个要求在弗吉尼亚

① 参见 Joseph L. Stevens, *Impact of Federal Legislation and Programs on Private Land in Urban and Metropolitan Developmen*，第 9 ~ 10 页。

② 参见 Public Law No. 83 - 560（1949）。

州诺福克修建2350套住房的大型建设项目。在该项目中，他们开发了一种装配线式的批量房屋生产工艺，这种工艺在战后被应用到了他们的莱维敦项目中。长岛莱维敦项目修建了超过1.7万套住房。最高峰时期，该公司每16分钟即可生产一套房屋。这些房屋售价7990美元，首付只需90美元，月供50美元。

莱维敦成为千篇一律的美国郊区生活的代名词。潜在购买者只有五种设计风格可以选择，所有户型都基于同样的平面图，但可以选择风格并以快餐的方式签订合同。莱维敦项目没有地下室或车库，使用混凝土预制板修建，配有暖气片。不管是不是平淡乏味，这些建筑的质量出奇的好，建成后也非常受欢迎，甚至到今天仍然如此。莱维敦项目的住房建成时售价7990美元，到2007年它的售价已经超过40万美元。莱维敦社区种族混杂，但契约在20世纪50年代晚期以前都包含禁止非洲裔美国人购买的种族主义承诺。

新房建设在1950年达到纪录高位。但1950年7月朝鲜战争爆发导致价格和信贷都受到管制，钳制了贷款。美联储通过了X条例，规定了抵押贷款的贷款价值比和贷款成本比。1951年，这些限制导致住房建设下滑；1953年，这些限制被取消。到1954年，联邦住房管理局向财政部偿还了从1934年成立以来垫支的所有费用。这笔费用的金额总计为8590万美元，包含使用政府所提供资金的利息。

1954年，联邦住房管理局陷入丑闻。多个出租房屋的建筑商取得了由联邦住房管理局担保的贷款，且金额明显超过了公寓的建设成本，从而让他们可以赚取数百万美元的利润，因此这些丑闻被称为“暴利丑闻”。一位开发商的一个项目成本仅2000万美元，却获得了2400万美元的建设贷款。莱特·帕特曼（Wright Patman）众议员（民主党—得克萨斯州）还发现，联邦住房管理局允许不良建筑商修建劣质房屋，以虚高的评估价值出售给穷人。这些建筑商常常活动于老城区，收购旧房，进行一些“粉刷”工作后大幅加价转卖给购房者。例如，一位投机者以8000美元的价格收购了一幢已用木板钉上的老客栈，进行了一些表面维修后就以2万美元的价格卖出。这些丑闻导致德怀特·艾森豪威尔总统开除了联邦住房管理局局长古伊·霍利戴（Guy

T. O. Hollyday)。

国会在 1954 年对房利美进行改制，使其成为一家政府公司，并以上市为其最终目标。房利美改制后，最初的资金来源于向财政部发行的优先股，以及出售给向其销售抵押贷款的机构的无表决权普通股。对于投资该股票的损失，这些投资机构获得了极其优惠的税收待遇，它们可以不受限制地转卖股票，并且很快形成了一个相应的市场。房利美还被授权发行借据和短期票据，利用资本市场筹集贷款资金。

1953 年，全国不动产监管局协会提议利用私人市场来取代房利美提供的二级市场，吸引投资者购买来自他们发起人的抵押贷款。行业团体建议将抵押贷款集合起来向投资者发债。发债筹集的资金将用于收购来自发起人的抵押贷款，然后利用池中所放置抵押贷款收回的贷款还款来偿还投资者。这一建议并未落地，但后来被政府担保企业以抵押贷款支持证券的形式采纳。

第 3 节　储蓄与贷款协会危机

储蓄与贷款协会的经营计划

储蓄与贷款协会在二战后创造了一种新的抵押贷款产品，被称为美国贷款计划，这是一种灵活的安排，允许业主取得额外的资金用于住房修缮。这为业主节约了再融资或取得二次抵押贷款的成本。借款人还可以将其抵押贷款的还款期限延后 3 年。这种延期为有财务问题的业主提供了一些灵活性，帮助他们避免止赎。到 1953 年，此类贷款的规模已经超过 3.3 亿美元[①]。此类抵押贷款的变种给次贷危机火上浇油。

在 20 世纪 50 年代，储蓄与贷款协会的业务虽然低调但有利可图。它们的经营模式被戏称为“3-6-3”，意思是储蓄与贷款协会支付 3% 的存款利息，然后以 6% 利息放贷，而银行家们将在下午 3 点准时到达高尔夫球场。与

① 参见 Mason, *From Buildings and Loans to Bail-Outs*, 第 133~134 页。

商业银行不同，储蓄与贷款协会最初并不受Q条例监管，后者限制了银行可以支付的存款利息。因此，储蓄与贷款协会支付的利率约为商业银行的两倍。这促使二战后储蓄与贷款协会的存款规模增加了1倍还多，而银行的存款仅增长了22%。储蓄与贷款协会使用“赠品”的方式来吸引存款，从而避免相互之间的利率竞争，例如厨房电器等较为昂贵的物品。但1956年，联邦住房贷款银行将这些赠品的价值限制为2.50美元。经纪存款带来了一些竞争，经纪人从大投资者取得资金，然后存入多家储蓄与贷款协会，从而保证投资者的资金处于联邦储蓄与贷款保险公司的规定保险限额之下。存款经纪人挑选支付最高存款利率的储蓄与贷款协会，加剧了对资金的竞争，推高了利率。经纪存款还导致了存款基础不稳，因为经纪人的资金会快速流至支付更高利率的其他机构。1959年，联邦住房贷款银行规定储蓄与贷款的经纪存款金额不得超过其资产的5%。

1954年下半年，贷款持续增加，储蓄与贷款协会从联邦住房贷款银行的借款规模快速增加，后者在为其提供融资时已力不从心。联邦住房贷款银行在1955年9月暂停新的借款，造成了信贷荒，住房贷款由此下降。美联储修改了Q条例，提高银行与储蓄与贷款协会在吸引存款上的竞争力，允许银行发行存单，从而在吸储上可以与储蓄与贷款协会有力竞争。

20世纪50年代和60年代，联邦住房管理局的职能被扩大到包含居民搬迁和贫民窟清理项目，并且它被指示鼓励开发合作建房、共有公寓，甚至养老院。《1956年住房建设法》的目的是帮助老年人。1957年和1958年通过了更多项立法以降低联邦住房管理局抵押贷款的最低首付要求。1957年，联邦住房管理局修改了相关规定，允许抵押权人向公众出售以被保险抵押贷款为支持的证券。这成为市场的一个转折点，从此这种形式的“证券化”在20世纪末前一直主导行业，并且成为本世纪次贷危机的焦点。

到1959年，联邦住房管理局从成立以来承保的抵押贷款价值超过530亿美元，覆盖500多万家庭。它为80多万家庭提供了租赁和合作建房融资，为2200万套住房提供了维修融资。到1960年，大约60%的美国家庭都拥有自己的住房。当时逾期贷款仅占抵押贷款总额的1%，实际违约的占比不到

0.006%。联邦住房管理局拥有7亿美元的准备金。

1957年出现了联邦住房管理局的替代性私人市场，来自威斯康星州密尔沃基的不动产律师马科斯·卡尔（Max Karl）成立了抵押担保保险公司（MGIC）。与联邦住房管理局的贷款不同，抵押担保保险公司仅为抵押贷款中最上面的那部分提供保险，而不是100%承保，从而鼓励向借款人提供低首付按揭贷款，首付比例不到20%。卡尔利用从家族和朋友筹集的资金开始创业，包括他的理发师以及多个储蓄与贷款协会的高管。

20世纪60年代

1965年，美国成立了一个名叫住房与城市建设部（HUD）的新内阁组成部门，负责增加美国的可用住房。住房与城市建设部执行的计划很快就以其低效甚至欺诈而闻名于天下。"'社区的FHA化'一词开始指在一个地区制造大量的不稳健抵押贷款，然后发生不可避免的违约、止赎以及住房库存的恶化。"①

那时，储蓄与贷款协会持有超过25%的消费者存款，提供了46%的住房按揭贷款。《1964年住房建设法》允许储蓄与贷款协会为尚未开发的土地提供购买和开发融资，商业银行并不享有这一权力。储蓄与贷款协会还被授权提供教育贷款。它们的贷款范围被扩大到包括距离其总部100英里（约合161千米）范围内的物业，以及任何大城镇区域的物业。此外，它们还被允许设立服务公司，将不超过其资产的1%用于正常储蓄活动之外的投资。但储蓄与贷款协会仍然被限制从事许多其他活动，例如，它们不得提供浮动利率按揭贷款。

20世纪60年代流行的一个现象，是控制多家储蓄与贷款协会的控股公司。此类控股公司最早出现于1955年大西金融公司（Great Western Financial Corporation）的成立。1959年，国会通过了《储蓄与贷款控股公司法》（《斯宾塞法》），禁止控股公司拥有超过一家储蓄与贷款协会，但它豁免了已有的

---

① 参见Anthony Pennington and Anthony M. Yezer, "The Federal Housing Administration and the New Millennium"。

控股公司，1965年这种公司大约有100家，许多都在加州。

1962年，联邦住房贷款银行委员会出台了旨在遏制储蓄与贷款协会存款利率竞争的限制，但效果不佳。Q条例对商业银行的限制被再次放宽，以允许它们与储蓄与贷款协会竞争存款。这一变化导致了加州与佛罗里达州之间的利率战。《1966年利率管制法》允许将Q条例的限制适用于储蓄与贷款协会，平息了这一竞争，但为了安抚后者，又规定储蓄与贷款协会可以支付略微高于商业银行的利率（高0.25个百分点）。这样，储蓄与贷款协会开始按照Q条例规定借款利率上限加2~3个百分点来向借款人发放贷款。

1955年，由于担心管理层通过不正当手段获利损害存款人利益，将储蓄与贷款协会改制为股份公司的去共同化改制被暂停。管理层喜欢玩的一个把戏就是在改制前存入大额存款，这样让他们可以用极小的成本在改制时获得较大的股权。这一禁令在1961年取消，但乱象再次出现，在1963年被再次叫停。

20世纪60年代中期有3家储蓄与贷款协会倒闭，导致联邦储蓄与贷款保险公司遭受近1.2亿美元的索赔。由于对其他濒临倒闭的储蓄与贷款协会承保的保险，联邦储蓄与贷款保险公司还面临另外4.25亿美元的保险赔偿责任。由于担心联邦储蓄与贷款保险公司可能会破产，国会通过了《1966年金融机构监督法》（*The Financial Institutions Supervision Act of* 1966），赋予联邦住房贷款银行更大的监督控制权力，对不安全、不稳健的银行行为发出停业整顿令。这些权力也被赋予了负责商业银行监管的联邦部门。

1968年，国会将房利美改制为一家由私人投资者出资的私人公司，并在纽约证券交易所上市。房利美的执照要求它"协调各方努力以提高低收入、普通收入和中等收入美国人住房的供应和可承受性"[①]。为了实现这一宗旨，房利美和其他机构在次贷危机期间几乎让美国破产。

政府全国按揭贷款协会（GNMA，也被称为"吉利美"）依据《1968年住房与城市建设法》（*The Housing and Urban Development Act of* 1968）成立。

① 参见Jason T. Strickland, "The Proposed Revelatory Changes to Fannie Mae and Freddie Mac"，第267、第270页。

吉利美是住房与城市建设部的下属机构，但本身并不发放贷款，而为私人部门发放的贷款提供担保。在联邦层面，已经有联邦住房管理局、退伍军人管理局和其他政府担保计划参与，鼓励那些本来信贷机会有限的人获得更多的信贷。

凭借其背后美国联邦政府的完全诚信和信用，吉利美为及时偿还认可发行人发放的按揭贷款本金和利息提供担保。认可发行人属于私人当事人，通常都是发放或购买了抵押贷款池的金融机构，因此这些贷款的发放或销售并不使用联邦基金。联邦基金仅在被担保的抵押贷款发生违约时使用。

在2008年次贷危机期间被国有化之前，房利美担保的抵押贷款并不以美国联邦政府的完全诚信和信用为担保，仅以其自身的资产为担保。尽管国会有不同的规定，抵押贷款二级市场长期以来一直存在联邦政府的隐含担保，因为如果房利美被允许倒闭，对经济的影响将是系统性的，可以预计结果将是灾难性的。这种假设被次贷危机期间的信贷市场事件所证实。

由于隐含的政府担保原因，房利美可以按略高于美国国债的利率发行债务证券，并且几乎可以无限量发行。房利美使用这些资金向贷款人和发起人收购抵押贷款。然后出于投资目的持有这些抵押贷款或者打包卖给投资者。在用于投资时，房利美凭借其隐含的政府担保，以低价格借款来购买抵押贷款，然后通过所购买抵押贷款的利差获利。在证券化时，房利美会为池中抵押贷款提供履约担保，包括及时偿还本金和利息。房利美还拥有其他优势。它的盈利免交州和地方所得税，并且取得财政部提供的22.5亿美元授信，这在次贷危机期间房利美倒闭并被国有化之前从未被使用过。房利美还可接受联邦政府所保险银行和储蓄机构的无限制投资。

1966年的信贷紧缩遏制了抵押贷款，导致房屋建设开工量急剧减少。信贷状况似乎在1967年好转，但1968年再次陷入紧缩。1969年，利率达到创纪录的高位，导致抵押贷款进一步减少①。为了延缓下降趋势，国会通过了《1970年紧急住房融资法》，首次允许房利美收购由银行发放，但没有政府担

① 参见 Richard W. Bartke, “Fannie Mae and the Secondary Mortgage Market”。

保的传统抵押贷款。此外，该法还设立了联邦住房按揭贷款公司（房地美），以建立向储蓄机构收购按揭贷款的机制。房地美还被允许收购传统按揭贷款并为之提供担保，尽管没有联邦政府的明确担保，它也拥有隐含的政府担保，也在次贷危机期间倒闭。

研究

1957 年经济发展委员会成立了货币与信贷蓝带委员会，1961 年向约翰·肯尼迪（John F. Kennedy）总统提交报告，覆盖了经济的各个方面，就如何完善储蓄业提出一些建议，但基本都被忽视。1969 年发布的《弗雷恩德委员会报告》也将焦点放在储蓄行业，提出了多项建议，包括取消 Q 条例。该委员会由来自沃顿商学院的埃尔文·弗雷恩德为领导。

1972 年，总统金融体制与监管委员会发布了《亨特委员会报告》。该委员会由理查德·尼克松总统成立，由前北卡罗来纳州州长吉姆·亨特（Jim Hunt）领导，负责研究并就如何完善对金融服务业的监管提出意见。该委员会提出了多项涉及储蓄机构的建议，包括扩大后者的服务范围。例如，亨特委员会认为储蓄与贷款协会应当被允许发放建设贷款并将不超过 10% 的资产投资权益类证券。亨特委员会还建议取消 Q 条例的利率上限规定。1975 年，众议院银行货币与住房委员会发布了另一份研究报告，名为《金融机构与国民经济（FINE）》。它也呼吁取消 Q 条例并建议由统一的部门来监管所有存款机构，但这一建议提出的太早而无人理解。

更多立法

住房贷款补贴计划很受政客青睐，迅速蔓延到各州。《1968 年税收与支出控制法》（*The Revenue and Expenditure Control Act of* 1968）禁止将免税的产业收入债券融资用于其他用途，但却允许用于家庭住房不动产。20 世纪 30 ~ 50 年代，住房建筑以独栋住宅为主。1960 年，公寓的数量开始增加。独栋住宅占住宅建筑总量的比例从 1959 年的 80.5% 降至 1973 年的 55.1%。

由于被滥用加上对参与者的筛查不严，尼克松政府在 1973 年暂停了大部

分联邦补贴的住房计划。私人房屋建设开工量在该年达到顶峰，然后开始急剧下降。《1974 年住房与社区发展法》（*The 1974 Housing and Community Development Act*）允许各州管理部分联邦住房计划。1978 年，纽约开始了一个有争议的项目，由州和地方政府出售独户抵押贷款收入债券（MRB），然后用发行所得向个人业主提供补贴抵押贷款。这种抵押贷款收入债券计划很快蔓延到其他州。从 1974 年至 1990 年，美国家庭获得了超过 100 万笔这种贷款，总价值 600 亿美元。州和联邦政府利用其债券免税的优势，使其债券支付的利率更低，并将这种优惠让渡给业主，从而可以按低于市场价格的利率提供按揭贷款，部分计划还可降低首付。批评者指控，这些计划主要帮助的是房地产业和已经有能力负担买房的家庭。而支持者称这些贷款让出租人得以成为业主①。

储蓄与贷款协会问题

在 20 世纪 70 年代通胀高涨前，如《新闻周刊》所指出的，储蓄与贷款协会"几乎拥有一张印钞执照"②。只要短期利率不会上涨超过 Q 条例允许的存款利率上限，这种美好情景就会一直存在，但一旦出现那种情况，存款人会取款，储蓄与贷款协会将不得不以更高的利率取得资金，可能会超过它们所发放长期抵押贷款的利率。这就是以短期负债来为长期资产融资的危险，次贷危机期间同样上演了这一悲剧。

20 世纪 70 年代的通胀对储蓄与贷款协会产生了灾难性的影响。监管部门规定了它们可以收取的利率，但市场利率已经上涨超过了这些固定利率。抵押贷款利率从 20 世纪的大约 5% 上涨至 1978 年的 11%。与此同时，住房价格也直线上升，在 20 世纪 70 年代上涨了近 3 倍，要求更多的抵押贷款，利率也不断上升。

为了解决这些问题，一些新的抵押贷款工具被开发出来。例如共享增值

---

① 参见 Danny W. Durning, *Mortgage Revenues Bonds, Housing Markets, Home Buyers and Public Policy*，第 1 页。

② 参见 Rachel G. Bratt et al., *Critical Perspectives on Housing*，第 71 页。

抵押贷款，这是一种以低于市场利率发放的抵押贷款，作为交换，贷款人将享受房屋出售后的部分增值。一种新的“灵活”抵押贷款允许在开始还款的前五年仅支付利息，之后再开始偿还本金和利息。“递增还款”式抵押贷款允许在初期仅偿还部分本金和利息，而后逐步增加月供，以便在贷款的剩余期限内还清贷款。这些抵押贷款的依据是业主的收入将会上升，同时抵押贷款的金额会保持不变。

“阶梯式”抵押贷款提供低于市场价格的利率，但会随着时间推移逐步上涨[①]。抵押贷款“展期”会定期调整利率，这有利于贷款人，但如果利率上涨则可能对借款人极度不利。与之相比，更重要的是推出了“浮动利率按揭贷款”（ARM），会定期调整按揭贷款的利率，以反映伦敦银行间同业市场拆借利率（LIBOR）等利率指数的变化，但只有加州允许储蓄与贷款协会发放此类贷款。1982 年国会通过《另类按揭贷款交易公平法》（*Alternative Mortgage Transactions Parity Act*）以前，联邦储蓄与贷款协会被禁止发放浮动利率按揭贷款，该法试图通过放松之前仅允许储蓄与贷款协会发放传统固定利率固定期限贷款的限制，促进贷款市场的增长。

房屋净值抵押贷款（HELOC）也被允许作为住宅的二次抵押贷款。这非常受借款人欢迎，因为这些授信额度的利息可以抵税。房屋净值抵押贷款的规模从 20 世纪 80 年代初的大约 10 亿美元，增加到 2007 年的超过 1 万亿美元，那时约有 25% 的住房既有首次抵押也有二次抵押。即使被本州法律禁止，只要符合联邦法规的要求，州储蓄与贷款协会也被授权提供此类贷款。

另一个创新是“反向抵押贷款”。使用此类贷款的个人以其拥有的房屋净资产作为担保，一次性获取一笔大额贷款或者分期获得贷款。这种方式使得业主无须向银行支付月供，反而由银行向业主付款，但这样做会逐渐消耗业主积累的房屋净资产[②]。这种抵押贷款在老年人中十分流行，因为他们认为这是一个继续留在自己的房子里，同时又降低住房支出的好办法。1990 年，联邦政府开始为反向抵押贷款提供担保。参与该计划的老年人可以选择在需要

---

① 参见 Mason，*From Buildings and Loans to Bail-Outs*，第 189 页。

② 参见 Walter J. Woerheide，*The Savings and Loan Industry*，第 76 ~ 81 页。

时一次性提取抵押贷款额，就好比授信，也可选择定期领取，如按月。在业主出售房屋或死亡前无须还款。那时，发放抵押贷款的银行将利用房屋出售收入得到清偿。这种抵押贷款即使在次贷危机最深的时候也仍然受欢迎。2009 年 3 月和 4 月，此类抵押贷款的数量比上年同期增加了 20%。国会也鼓励这种贷款，在 2009 年 2 月将贷款金额上限从 41.7 万美元提高到 62.5 万美元，同时仍限制了手续费。

20 世纪 70 年代，这些创新并未停止储蓄与贷款协会和其他存款机构资金的离开，转而流入收益更高的短期投资。早年，银行和储蓄机构是许多消费者唯一可使用的金融中介，证券经纪商被认为风险太大，或在中小城市没有网点。存款机构吸收客户存款，支付固定的利率，然后将这些资金投入到更高利率的贷款和抵押贷款中，通过利差获利。

1972 年，亨利·拜丁格·拉斯特·布朗（Henry B. R. Brown）和布鲁斯·本特（Bruce R. Bent）发明了货币市场基金并将其储备基金带入市场，情况随之发生了改变。货币市场基金是指接受客户资金，然后投资短期国债等短期货币市场工具的共同基金。证交会将储备基金的成立申请推迟了几个月审议，在最终批准前 144 次拒绝了布朗和本特提出成为注册共同基金的申请。讽刺的是，储备基金在 2008 年的次贷危机期间倒闭，引发全国货币市场投资者的恐慌，最后迫使政府担保兑付。

在次贷危机前，货币市场基金只有一次“破一”——货币市场基金的参与者每投资 1 美元的回报低于 1 美元。那是 1994 年的银行互助基金，但投资者每美元仅损失了 0.04 美元。其他情况下，货币市场基金的发起人都介入承担了损失。在次贷危机期间储备基金“破一”前，总体上货币市场基金一直是极为安全的投资。

存款账户与货币市场基金之间有根本性区别。通过券商开户而持有的货币市场账户若发生投资损失，它不能享受联邦储蓄与贷款保险公司或联邦存款保险公司的保险。这导致在次贷危机期间储备基金倒闭时，货币市场几乎崩溃。然而，如果货币市场账户是由某家券商持有，证券投资者保护公司可保障因券商破产导致的损失，而不是通过货币市场基金购买证券所造成的

损失。

银行和储蓄与贷款协会的账户没有投资风险，仅在存款人存入倒闭机构的资金超过联邦存款保险公司或联邦储蓄与贷款保险公司的保险限额时才会面临破产风险。通过券商持有的货币市场基金确实具有投资风险。例如，如果货币市场基金所持有商业票据的发行人违约，该货币市场基金的投资者将会分担该损失，但这种投资风险被认为极低，因为货币市场基金将其投资对象限制为高评级的短期货币市场工具。

最初，货币市场基金的取款有最低存款要求和限额，但很快这些限制都被取消。结果是消费者可以用其闲置资金赚取货币市场的利率，而不是放在银行或储蓄与贷款协会，存折和存款证等其他定期存款的利息极少，支票账户等活期存款甚至没有利息，资金还有取款限制。20世纪70年代，海量的资金离开商业银行和储蓄与贷款协会，进入货币市场基金。

到1981年，货币市场基金成为美国最流行的投资对象。1982年，这些共同基金持有的资产达到2300亿美元左右。货币市场基金急剧增长的一个例子是1975年成立的美林随用资产信托（Merrill Lynch Ready Assets Trust），一年内就吸纳了400亿美元。到1979年，大约100万名美林的客户在该共同基金投资了近700亿美元。在这一成功的基础上，美林公司在1977年推出了现金管理账户，允许客户通过支票或借记卡支取基金，与客户的经纪账户挂钩，从而可以用于保证金贷款。

1972年，储蓄机构在马萨诸塞州推出了可转让取款指令（NOW）账户，运作方式基本与货币市场基金类似，以期与货币市场基金竞争。1973年，国会允许联邦储蓄机构提供此类账户。同年，储蓄与贷款协会也被允许提供四年期存款证，不受Q条例的利率限制约束。但这些被称为“王牌”的工具引发了与银行的利率战，几个月后就草草收场。

1974年，这种“王牌”被短期存款凭证取代，这种存款凭证支付市场利率，但最低投资金额为10万美元。1977年，“货币市场凭证”被允许上市，最低投资金额1万美元，支付与短期国债挂钩的利率。1978年，按市场利率付息的账户占储蓄与贷款协会存款的大约75%。以前在储蓄与贷款协会的存

款中占绝大多数并作为付息资金来源的存折储蓄，降至存款总额的25%[1]。

储蓄与贷款协会危机

20世纪80年代初，储蓄与贷款机构举步维艰。利率竞争让其利润率从20世纪50年代丰厚的25%降至70年代的7%。20世纪70年代利率上升时，数十亿美元的资金从储蓄与贷款协会流出。利率管制妨碍了储蓄机构以市场利率竞争资金，储蓄与贷款协会的净值从1980年的320亿美元降至1982年的37亿美元。从1981年到1982年的这一年是大萧条以来储蓄与贷款协会最糟糕的一年。

尽管储蓄行业有超过3000家机构，持有大约1万亿美元的资产，但它在走下坡路。1/3的储蓄机构无力偿债或面临严重财务困难。1981—1982年，联邦储蓄与贷款保险公司向破产储蓄机构的存款人赔偿了120亿美元。里根政府初期的衰退让储蓄与贷款协会雪上加霜，导致抵押贷款止赎急剧增加。各种方案被提交国会以提供紧急贷款援助，以防止困难借款人的房屋被止赎。这些方案在2008年次贷危机期间再次浮现。

短期存款利率与储蓄与贷款协会发放给借款人的长期住房贷款利率之间的均衡被打破，中介机构在短期利率急剧上升时面临极大风险。短期借款的成本可能会超过长期贷款的收益，这种情形在20世纪80年代成为现实，大部分储蓄与贷款协会的资产都属于30年固定利率住房按揭贷款，收益不到9%。而用于抵押贷款融资的短期存款利率从1978年的6.5%左右升至1982年的11.4%。这导致储蓄与贷款协会的收益为负。为了摆脱恶性循环，1984年，储蓄机构发行的浮动利率抵押贷款数量急剧增加。

《1980年存款机构监管放开与货币控制法》（*The Depository Institution Deregulation and Monetary Control Act of* 1980）允许储蓄与贷款机构为存款支付更高的利率，缓解了后者的竞争压力。为了获取存款人的持续信任，联邦储蓄与贷款保险公司将储蓄机构账户的保险金额从4万美元提高到10万美元。

---

[1] 参见Mason，*From Buildings and Loans to Bail-Outs*，第190～191页。

《1982年存款机构法》(《加恩圣加曼法》, *the Garn – St. Germian Act*) 允许储蓄与贷款协会将最高40%的贷款投资到非住宅房地产领域，30%投资消费贷款，最高30%投资股票，希望能给它们更多助力。国会认为这种投资将提供更高的收益，帮助恢复储蓄机构的盈利能力。《加恩圣加曼法》还允许储蓄机构提供无利率限制的货币市场存款账户。这减缓了去中介化进程，开始吸引存款回到储蓄机构。

《加恩圣加曼法》鼓励银行以及储蓄与贷款协会的跨州合并以增强储蓄机构的实力。联邦住房贷款银行委员会还鼓励状况良好的储蓄与贷款协会收购濒临倒闭的储蓄机构。该法授权联邦存款保险公司和联邦储蓄与贷款保险公司发行被称为“净值凭证”的政府支持本票，以挽救陷入困境的储蓄与贷款协会。这些机构同意在储蓄与贷款协会倒闭时向后者的债权人兑付票据。在一年内，共发行了1.75亿美元的此类票据，以挽救纽约地区的15家储蓄银行。国会通过了《1981年住房与社区发展法》(*Housing and Community Development Act of* 1981)，加强了对抵押贷款市场的关注，降低了联邦住房管理局可以承保的低收入借款人资格标准。这导致高贷款价值比贷款的比重上升。由于这些贷款的违约，几乎导致联邦住房管理局单户保险基金的损失准备金破产，尽管这笔准备金在1980年高达34亿美元。

取消贷款利率管制也导致了问题。储蓄机构不再能够向存款人支付高于商业银行的利率，被迫与商业银行和货币市场基金竞争存款。存款经纪人帮助储蓄与贷款协会竞争资金，他们从机构投资者取得大额存款，然后分为多份以得到联邦储蓄与贷款保险公司的承保，经纪人会将资金存入利息最高的储蓄机构。经纪存款属于“热钱”，随时可能因为其他机构提供更优惠的利率而快速搬家，导致储蓄机构的存款基础不再稳定。

1980年以前，联邦住房贷款银行委员会规定经纪存款不得超过储蓄与贷款协会存款总额的5%，后来这一规定得以放松以吸引更多此类存款。经纪存款的增加加快了储蓄机构负债的增长，从1983年的6740亿美元增加到1986年的1.1万亿美元，增加了60%，这些存款的利率高于之前Q条例允许的利率。这种天翻地覆的变化促使储蓄机构追求收益率更高但风险也更大的投资。

储蓄与贷款协会如今可以通过支付更高的利息吸引更多存款，但它们需要扩大投资范围，以消化这些资金的高成本并提高收入。它们大量投资高收益率的垃圾债券和高风险的商业房地产贷款以获取利润。

许多贷款都集中在“油块”州，那里的许多贷款在油价暴跌、当地经济陷入困境后损失惨重。“油块”州的衰退导致大面积失业，间而又导致住房抵押贷款违约增加。房屋价值的下降也导致许多业主不再偿还按揭贷款，直接抛弃了价值已经低于贷款金额的房子。这一现象在次贷危机期间再次上演。

去监管

存款的增长使储蓄与贷款协会扩大投资范围，以获得更高收益的压力陡增。有时，储蓄机构通过服务公司从事各种正常储蓄渠道之外的活动。只需控制一家储蓄协会，且该协会旗下的储蓄机构主要从事住房相关业务，单一储蓄机构控股公司的投资活动就不受限制。州监管机构放松了对储蓄机构投资权力的限制，鼓励追逐风险。例如，根据1984年纽约州通过的法律，获得州立执照的储蓄机构可以将任何及所有资产用于商业贷款，以及投资股票和债券。这些机构还可直接投资房地产开发项目以及参与设备租赁，无须通过之前要求的子公司。有关贷款的地域限制也被取消。之前，纽约州的储蓄与贷款协会只能在距离其总部121公里的范围内开展贷款业务。

在放开储蓄机构监管方面力度最大的要数加州和得克萨斯州。两州的储蓄与贷款协会在投资限制取消后陷入狂欢。在短短一年多一点的时间里，得克萨斯州维尔农储蓄银行（Vernon Savings Bank of Texas）的资产就从8200万美元增加到18亿美元。维尔农将通过存款经纪人获取的资金用于投资高风险的房地产项目。最初，维尔农的利润非常高，但很快就出现损失。其董事会和管理层成员被起诉欺诈。大量可疑的支出发生在沙滩别墅和个人旅行等项目上。维尔农的高管唐·迪克森（Don Dixon）公费到法国进行为期两周的美食之旅，挪用存款人的资金购买飞机和其他奢侈品。在政府接管维尔农时，96%的贷款已经违约，13亿美元的债务让纳税人目瞪口呆。

得克萨斯州帝国储蓄银行（Empire Savings Bank of Texas）的存款规模从

1982年的1700万美元增加到1984年的3亿美元，但成为该州历史上最大的储蓄与贷款协会倒闭案。查尔斯·南普（Charles Knapp）的美洲金融公司（Financial Corporation of America）的资产从1980年的17亿美元增加到1982年的58亿美元，1983年更增加到102亿美元。他的公司开发了一个抵押贷款交易平台，包含抵押贷款支持证券。他使用3倍杠杆进行操作①。比弗利山储蓄与贷款协会（Beverly Hills Savings & Loan）的资产从1981年的6亿美元增加到1984年的28亿美元，其中很大一部分都是投资于高收益、高风险投资的经纪存款。

储蓄与贷款协会投资购物中心、大型购物广场、度假村、商业建筑以及其他项目。不幸的是，储蓄机构的管理层并没有此类投资的经验，常常不当使用客户的存款。房地产在储蓄与贷款协会之间"跳动"，物业在每次出手时都会加价。六年级辍学生丹尼·福克纳（Danny Faulkner）在得克萨斯州以300万美元购买了一幢物业，然后几乎立即以4700万美元的价格转手。他的帝国储蓄与贷款协会（Empire Savings and Loan）以纳税人付出大约3亿美元的代价倒闭。福克纳被判决欺诈罪名成立，判处有期徒刑20年，成为安然时代犯罪分子的前辈。

次贷危机期间，快进快出成为投机者钟爱的做法。20世纪80年代，"暴富"的储蓄机构开始参与各种投机活动，包括石油和钻井业务，以及还处于婴儿期的"暴利农场"。某些储蓄与贷款协会通过所谓的"垃圾换现金"交易，从自己的高管和好友买入毫无价值的资产。加州放宽了限制，允许储蓄机构将该储蓄机构总资本的最多25%投资于公司股票和债务工具。储蓄机构的投资中不超过10%可以投入任何一家公司。因为这些储蓄机构非常喜好垃圾债券，这为它们投资这类产品打开了大门。储蓄与贷款协会成为垃圾债券的首选倾倒场，许多都来自德崇集团和"垃圾债券大王"迈克尔·米尔肯。最高的时候，仅几家大的储蓄与贷款协会就持有大约7%的未清偿垃圾债券。加州比弗利山的哥伦比亚储蓄贷款公司（Columbia Savings & Loan of Beverly

① 参见Ned Eichler, *The Thrift Debacle*, 第112页。

Hills）尤其利用客户的被保险存款购买垃圾债券，帮助多个公司突袭者融资。在20世纪80年代末，它宣布亏损5.91亿美元。

风险聚集

储蓄与贷款协会盈利能力的裂缝在继续扩大。1984年，由于储蓄机构和其他机构无力偿债，联邦储蓄与贷款保险公司向存款人赔偿了大约25亿美元。那时，超过30%由联邦储蓄与贷款保险公司承保的机构都出现亏损。1985年，700多家储蓄与贷款协会无力偿债。1984年，查尔斯·南普（Charles Knapp）所控制加州美国储蓄与贷款协会的投资组合中有66亿美元的抵押贷款支持证券。由于利率上升，这些证券出现巨额损失。

1984—1985年，美洲金融公司（FCA）陷入困境。它是当时美国最大储蓄机构——美国储蓄与贷款协会（American Savings and Loan Association）的控股公司。美洲金融公司的增长十分迅速，导致证交会开始质疑它的财务报表，要求重报1984年第二季度的盈利。重报显示该公司有超过1亿美元的亏损。美洲金融公司在第三季度录得亏损5亿美元。随着这些问题浮出水面，机构投资者从这家储蓄与贷款协会取走了14亿美元。美洲金融公司转向联邦住房贷款银行委员会求助，在几月内获得了总计33亿美元的贷款。

1985年5月9日，巴尔的摩旧科特储蓄与贷款协会（Old Court Savings and Loan Association）的财务问题浮出水面，马里兰州由州保险的储蓄机构开始出现挤兑。旧科特一直在发放高风险的房地产开发贷款。如同大萧条的情景再现，存款人排成长龙取款。宣布与倒闭的回购协议交易商比维尔—布雷斯勒—舒尔曼（Bevill, Bresler, & Schulman）之间的交易面临亏损后，马里兰州的梅里尔商业储蓄与贷款协会（Merritt Commercial Savings and Loan Association）也开始出现挤兑。1985年5月14日，马里兰州州长哈利·休斯（Harry Hughes）发布州长令，将州保险的储蓄互助社的存款账户取款金额限制为每月1000美元。该州立法机关临时通过了一项法律，要求马里兰州由州保险的大型储蓄机构申请获得联邦存款保险，局势才终于稳定。

1985年，由于涉及佛罗里达州ESM政府证券欺诈案，俄亥俄州辛辛那提

的州住房储蓄银行损失了超过5亿美元。该行发生了挤兑，恐慌蔓延到其他机构。后来，俄亥俄州州长理查德·塞莱斯特（Richard F. Celeste）将所有由州提供保险的储蓄机构停业三天，以阻止挤兑。

储蓄行业总体上在继续遭受损失。1987年，储蓄与贷款协会损失了大约70亿美元。会计准则的修改默许了储蓄与贷款协会对问题严重性的掩盖，危机被进一步放大。20世纪80年代末房地产价值崩盘时，储蓄与贷款协会积累的所有问题终于一次性爆发，数百家关门倒闭。多数遭遇困境的储蓄与贷款协会都位于加州和西南地区，尤其是德州，那里有超过800家银行和储蓄与贷款协会倒闭。联邦存款保险公司安排了多宗合并，其他州的区域性银行参与收购陷入困境的德州银行。石油区块的问题也蔓延到其他地方，包括东北部的亚利桑那州、大西洋中部诸州以及佛罗里达州，问题变成一次全国性的危机。这些倒闭的罪魁祸首就是大面积不负责任的贷款和投资活动。

加州的美国多元储蓄银行（American Diversified Savings Bank）持有总计超过11亿美元由联邦保险的资产，其中8亿美元被用于毫无价值的贷款。加州圣安娜的北美储蓄与贷款协会（North American Savings and Loan Association）在1988年倒闭。组建该实体的个人通过储蓄与贷款协会提供的融资，将365万美元买入的物业以4000万美元卖出。其中6个人在储蓄与贷款协会倒闭后被起诉，联邦储蓄与贷款保险公司为付出了1.2亿美元的代价。加州比弗利山的哥伦比亚储蓄贷款公司投资了18亿美元的高风险抵押贷款支持证券，该储蓄与贷款协会的许多收入都来源于1982—1984年的交易收益。在它倒闭时，保险基金估计损失了2.75亿美元。

堪萨斯州渥太华的富兰克林储蓄互助社（Franklin Savings Association）在1981年开始一项扩张计划。在八年时间里，它的存款从2亿美元增加到超过110亿美元。富兰克林储蓄互助社开始使用通过存款经纪在全国招揽的存款，收购抵押贷款支持证券、高折扣证券、回购、贷款赎回、认沽期权、国债零息券以及垃圾债券。1989年，富兰克林储蓄互助社无法再被形容为一家储蓄与贷款协会，而应作为一家证券交易公司。联邦监管部门在它因亏损倒闭后任命了一位财产管理人，当时它的净资产接近负5000万美元。

老布什总统之子尼尔·布什（Neil Bush）因与科罗拉多州的希尔维拉多储蓄与贷款协会（Silverado Savings & Loan Association）有关联，被称为“骗子银行的卖报小孩”，后者从事了许多值得怀疑的交易，内幕知情人攫取了超过3亿美元。希尔维拉多的倒闭让纳税人付出10亿美元的代价。联邦政府对布什提起一宗2亿美元的诉讼，但以5万美元和解。储蓄与贷款协会管理者们的恣意妄为一度成为传奇，包括通过嫖妓、私人飞机、奢华别墅以及昂贵艺术品招待客户等，全部都使用储蓄与贷款协会的存款来支付。一位储蓄与贷款协会的高管在一次圣诞派对上为500友人豪掷14.8万美元。另一位储蓄与贷款协会的员工耗资100多万美元翻新一幢房屋，但她的工资仅4.8万美元。

大卫·保罗（David Paul）控制了总部位于迈阿密，拥有70多家分行的中部信托储蓄银行（Centrust Savings Bank）。中部信托向德崇收购了14亿美元的垃圾债券，持有大量的其他无评级债券。保罗利用1300万美元的中部信托公款购买油画，花费800万美元购买一艘游艇，被指控将这家储蓄机构当成他私人的“存钱罐”。

臭名远扬的小查尔斯·基廷（Charles H. Keating, Jr.）也是涉及储蓄与贷款协会丑闻的人之一。他曾是一位著名的辛辛那提律师，1984年他在迈克尔·米尔肯提供的垃圾债券帮助下，收购了加州埃尔文的林肯储蓄与贷款协会。然后基廷开始使用林肯储蓄与贷款协会的资产来购买更多垃圾债券，最终购买了大约8亿美元的垃圾债券。此外，他还让林肯储蓄与贷款协会投资多个失败的大型房地产项目，包括亚利桑那州斯科特戴尔的豪华非尼基度假村。对于他的工作，基廷为自己和家人支付了3400万美元的工资。林肯储蓄与贷款协会的倒闭耗费了纳税人超过30亿美元。

基廷被判决侵占储蓄与贷款协会的公款，在联邦地方法院推翻他的判决前在牢里待了近五年。1998年1月，他被上诉法院送回监狱，但在地方法院再次撤销他的判决后于1998年2月释放。之后上诉法院拒绝恢复对他的判决，并推翻了对他43亿美元的判决。

多位参议员卷入这次丑闻，包括艾伦·克兰斯顿（Alan Cranston，民主

党—加州）、登尼斯·得康西尼（Dennis DeConcini，民主党—亚利桑那州）、唐·瑞格尔（Don Riegle，民主党—密歇根州）、约翰·葛伦（John Glenn，民主党—俄亥俄州）和约翰·麦凯恩（共和党—亚利桑那州），俗称“基廷五人组”。他们在竞选活动中收到了基廷提供的130万美元捐赠，以及许多的免费招待，包括休闲度假。作为交换，这些参议员干预了监管机构以保护基廷。吉姆·莱特（Jim Wright，民主党—得克萨斯州）和托尼·科伊洛（Tony Coehlo，民主党—加州）这两位众议员也被批评协助其他储蓄与贷款协会规避监管要求。

原因

储蓄机构危机归咎于多方面的因素，包括储蓄与贷款协会的管理不善、监管监督不力以及欺诈等。据监管部门估计，40%的储蓄机构倒闭都是欺诈或内部人滥权所致。一份国会的调查结论认为，倒闭储蓄与贷款协会的会计师往往未充分审计这些机构的财务状况和内部控制问题。储蓄机构的倒闭被进一步归咎于里根政府，因为它努力减少政府监管。由于“去监管”运动的原因，储蓄与贷款协会可以通过20世纪80年代出现的各种会计和监管调整隐瞒损失，从事投机活动。聘用银行监管人员以及对储蓄机构实施监管受到去监管化派的钳制。

政府在初期阶段处理危机的策略是修改监管会计准则，从而让陷入困境的储蓄与贷款协会可以继续经营。这一调整导致整个行业的资本被高报90亿美元。由于放开了投资限制，储蓄机构得以实现爆炸性增长，但其资本基础却没有相应强化。在储蓄与贷款协会危机的最严重时期，联邦储蓄贷款银行委员会主席丹尼·沃尔向国会保证行业的问题可以使用现有的资源控制。除沃尔以外所有人都十分清楚危机的严重程度，他因此丧失了威信，一些人戏称他为“瞎眼丹尼”。

在最终认识到问题的严重性后，联邦政府以铁腕整治储蓄与贷款协会危机。联邦存款保险公司被安排负责确定哪些储蓄机构无力偿债，是否应当被拯救还是清算。某些储蓄与贷款协会的关闭据说“令人兴奋、极有戏剧性，

包含警方突袭的成分”[1]。在一家机构被接管时，联邦官员一般会查封该机构，向储蓄与贷款协会的分支机构派驻银行监管人员，不论它们位于哪里。

在一次公开行动中，储蓄机构监管办公室对老牌纽约大型律师事务所凯耶—肖勒—费尔曼—赫斯—汉得勒律师事务所（Kaye，Scholer，Fierman，Hays，& Handler）采取行动。政府指控该所在代理查尔斯·基廷所经营林肯储蓄与贷款协会时，在申报文件中存在虚假和误导性陈述。储蓄机构监管办公室要求该所退还2.75亿美元，并在诉讼解决前冻结了其资产。这迫使该所同意支付4100万美元的罚款。这起诉讼极具争议性，因为律师一般不会为客户的行为承担责任。

为了追讨储蓄与贷款协会丑闻导致的损失，政府起诉了多家其他的律师和会计师事务所。为了和解相关指控，琼斯—戴伊—里弗斯—伯格律师事务所（Jones，Day，Reaves，& Pogue）支付了5100万美元，宝维斯律师事务所（Paul，Weiss，Rifkind，Wharton，& Garrison）支付了大约4000万美元。会计师事务所也成为执法和集体诉讼的对象。1992年，它们被迫支付8亿美元的律师费以抗辩储蓄与贷款协会案件。安永会计师事务所以4亿美元和解了政府的诉讼，安达信以7900万美元与政府和解。

政府总计从倒闭储蓄与贷款协会的律师、会计师和高管以及其他相关专业人员那里讨回了大约25亿美元。贡献最大的要数德崇集团和迈克尔·米尔肯，他们缴纳了10亿美元。但这些金额是政府在储蓄与贷款协会危机期间所遭受损失的九牛一毛。

《金融机构改革、复兴和实施法》

储蓄与贷款协会倒闭引发大规模索赔，联邦储蓄与贷款保险公司濒临倒闭，《1987年银行公平竞争法》（*The Competitive Equality Banking Act of* 1987）授权政府出资108亿美元拯救。该法设立了融资公司（FICO），以通过发行长期债券（FICO债券）来筹集必要的拯救资金。这些债券的利息利用联邦存款

[1] 参见Kathleen Day，*S&L Hell*。

保险公司对这些机构的核定收费来支付。FICO 债券发行后，储蓄业和银行每年支付近 8 亿美元的利息。这些债券出售募集的资金仍不足够，因为联邦储蓄与贷款保险公司的债务超过 500 亿美元。

1988 年，超过 1000 家储蓄与贷款协会倒闭，1989 年倒闭了另外 262 家。后来，国会通过了《金融机构改革、复兴和实施法》（FIRREA），用储蓄互助社保险基金（SAIF）取代联邦储蓄与贷款保险公司。储蓄互助社保险基金由联邦存款保险公司控制，被用于为未来的存款人损失筹集资金。单独的银行保险基金（BIF）将被用于承保商业银行存款人的损失。对联邦住房贷款银行的监督也从联邦住房贷款银行委员会移交给联邦住房融资委员会，这是一个独立的监管机构，理事会有五名成员。其中四名成员由总统任命，任期七年，第五名由住房与城市建设部部长担任。

《金融机构改革、复兴和实施法》将储蓄与贷款协会的控制权从联邦住房贷款银行委员会移交给财政部下新成立的储蓄机构监管办公室，并大幅削减了这些机构的投资权力。银行监管部门对储蓄与贷款协会的监管权限也得到扩大，提高了其资本要求和保险费。该法要求储蓄机构 70% 的资产必须投资于住房抵押贷款和抵押贷款支持证券，并从联邦允许储蓄与贷款协会投资的 10% 商业企业贷款权限中取消了垃圾债券这一项目。储蓄与贷款机构已经持有的垃圾债券必须在五年内卖出。

这一平仓要求导致垃圾债券市场萎缩，其他金融机构纷纷减持垃圾债券，进一步压低了垃圾债券的价格。1989 年 10 月，在提议的美国联合航空公司收购方案失败后，垃圾债券市场几乎彻底崩溃。科尔伯格—克拉维斯—罗伯茨（KKR）收购的吉姆沃尔特公司立即破产，坎普公司和综合资源公司也紧随其后。德崇集团无法维持垃圾债券的二级市场，而垃圾债券市场的最终下滑以及因此与政府的交恶，使其信用不再，随之倒闭。在此期间，丑闻依然层出不穷，储蓄机构继续倒闭。1991 年，232 家储蓄机构进入清算程序。1991 年，该州私营的储蓄与贷款协会保险公司罗得岛州股份与存款保险公司破产，罗德岛州再次爆发储蓄机构危机。

《金融机构改革、复兴和实施法》的通过导致许多储蓄机构放弃互助体

制，改为股份公司制度，以便募集法律要求的更高资本。后来，人们指控许多内幕知情人利用改制获利，损害属于共同所有人的存款人利益。据说许多改制时将股票价格定得很低，管理层购买了超过其份额的低价股。由于这些批评，联邦监管部门收紧了改制的评估标准。

《1996 年存款保险基金法》（*The Deposit Insurance Funds Act of* 1996）对被保险存款收取一次性的核定费，用来填补存款保险基金。政府为了解决储蓄与贷款协会危机而采取的其他相关行动遇到了困难。1999 年 4 月，某联邦法院法官裁定，由于实施了不公正的监管手段，联邦政府必须向金州银行集团（Golden State Bancorp）旗下的格兰戴尔联邦银行（Glendale Federal Bank）支付 9.089 亿美元。金州银行集团由敌意收购者罗纳尔德·佩里尔曼控制。该判决之后，最高法院裁定联邦政府不正当地以溯及既往的方式修改了适用于储蓄机构的会计准则，导致它们发生巨大损失。估计最高法院的裁定可能给政府处理银行业危机的总成本再增加 300 亿美元。

讽刺的是，主张相关损害赔偿的多名原告因涉及不当使用储蓄与贷款协会的资金犯罪而锒铛入狱。金州银行集团还没来得及向政府收取诉讼赔偿，就开始出售诉讼参与凭证，允许投资者分享部分预期诉讼判决金额。另一家储蓄与贷款协会发行名为“或然付款权”的诉讼参与凭证。

《金融机构改革、复兴和实施法》拨付了首笔 500 亿美元来关闭资不抵债的储蓄机构并赔偿存款人。但这并不足够，国会又批准了更多拨款，总计达到 1050 亿美元。资金用来鼓励其他机构收购倒闭的储蓄机构，因坏账导致的损失将会获得赔偿。《金融机构改革、复兴和实施法》设立了重组信托公司（RTC），这是一家政府独资公司，负责管理倒闭储蓄与贷款协会的清算事宜。重组信托公司由威廉·赛义德曼（L. William Seidman）负责，控制了近 700 家破产的储蓄与贷款机构。它很快成为美国最大的金融和房地产管理机构之一。

重组信托公司通过律师、银行、保险公司和不动产经纪人网络出售倒闭的储蓄与贷款协会资产。到 1990 年底，重组信托公司处置了超过 340 家无力偿债的储蓄与贷款协会，并获得了超过 1100 亿美元收入。1992 年，重组信托

公司管理的资产超过350亿美元。许多出售的手法极具想象力，例如将大量商业抵押贷款集中后证券化并出售给投资者。到1993年，重组信托公司已经将大约140亿美元的商业按揭贷款证券化到“利兹美”（Ritzy Maes）中。

重组信托公司总体上是成功的，但有些批评者抱怨资产往往是以跳楼价出售的。但鉴于重组信托公司处于这一清算过程的风暴中心，在那样的条件下已经做到了最好。由于储蓄与贷款协会监管松绑而导致的灾难据说是“美国银行史上最大的丑闻”，至少在次贷危机爆发前是如此。到1992年，1000多人被指控涉及与储蓄与贷款协会活动有关的犯罪，包括唐·迪克森（Don Dixon）和“快枪手”麦克伯尔内，并且大部分都被定罪。

联邦住房贷款银行委员会最初估计储蓄与贷款协会的保险存款损失会花费政府150亿美元，但随着越来越多的储蓄机构倒闭，这一估计增加到2000亿美元、5000亿美元，甚至达到不可能的1万亿美元。清算过程耗费了五年才搞清最终数据，但1986—1995年联邦政府因储蓄与贷款协会倒闭而耗费的估计总成本，现在都认为约为1250亿美元。

危机期间，政府共计关闭了1043家储蓄与贷款协会，总资产达到5000亿美元。投保的储蓄与贷款协会数量在危机期间减少了一半，其余隐性损失难以估计。其间，商业银行借机提高其在抵押贷款业务上的市场份额。仅1989年，商业银行在抵押贷款市场的占有率就飙升了35%，较上年增长了20%。

商业银行

商业银行自身也陷入危机。1982年，俄克拉荷马城的宝恩广场银行（Penn Square Bank）倒闭，令联邦存款保险公司发生大笔赔付。芝加哥的伊利诺伊大陆国民银行（Continental Illinois National Bank）因购买宝恩广场银行的债券而损失惨重。此外，它还向一些处于或濒临破产的大公司发放了贷款，包括万国收割机公司（International Harvester）和布兰尼夫航空公司（Braniff Airlines）。伊利诺伊大陆国民银行是美国第七大银行，拥有410亿美元的资产。由于认为伊利诺伊大陆国民银行“太大而不能倒”，联邦存款保险公司安

排75亿美元拯救该行，豁免了存款保险上限，因此存款人不论大小都未发生损失。由于担心如果存款保险不保护那些债权人，可能引发系统性的恐慌和倒闭潮，联邦存款保险公司甚至向该行控股公司的债权人提供担保。在联邦监管机构放任雷曼兄弟公司倒闭后，这一“太大而不能倒”的概念在次贷危机期间得到证实。

1984年，伊利诺伊大陆国民银行被政府国有化，这是第一次对一家大型银行采取此类行动，但这并不是政府第一次拯救伊利诺伊大陆国民银行。1932年，复兴金融公司向该行注资5000万美元，换得1939年到期的优先股。这一模式在2008年次贷危机期间再次用于银行的拯救。在国有化后，政府为伊利诺伊大陆国民银行安排了新的管理层，并最终将其出售给美国银行，后者在2008年次贷危机期间同样面临可能被国有化的担忧。通过这次出售，政府得以收回注入伊利诺伊大陆国民银行的大部分资金。

1985年至1992年，超过1200家银行倒闭。1990年，联邦存款保险公司无力偿债，因此被要求向联邦政府借款700亿美元以赔偿存款人。《1991年联邦存款保险公司完善法》为联邦存款保险公司提供了额外的资金，财政部提供的银行保险授信从50亿美元增加到300亿美元。该法要求采用基于风险的存款保险费制度，并对资本不足的银行的经营范围实施了限制。

1991年1月因商业房地产贷款违约倒闭时，新英格兰银行是全国第三大银行，随着损失的攀升，该行开始出现挤兑，存款人在三天内取走超过10亿美元。为了缓解危机，联邦监管部门再次同意为10万美元以上的存款人兑付。政府花费了20多亿美元来拯救新英格兰银行，它后来被出售给富利银行（Fleet Bank，于2004年被美国银行收购）。

这些银行的倒闭引发了对政府在大型银行破产时应当扮演何种角色的讨论。伊利诺伊大陆国民银行的国有化政策并未受到普遍认可，它是在情况严峻下的无奈之举。联邦存款保险公司的政策是避免直接接管；相反，它倾向于安排其他更大的、健康的银行来兼并濒临倒闭的机构。为了鼓励这种收购，联邦存款保险公司同意接管倒闭银行的坏账。经验显示，此类坏账资产的价值将在联邦存款保险公司接手后下降15%，因为市场知道它们将被清算而不

会进行经营管理。

某些联邦存款保险公司的官员支持向濒临倒闭的银行注入现金以帮助复苏，但国会的一份报告警告，这可能导致大型银行的国有化。来自纽约的众议员（后来当选参议员）查尔斯·舒默认为，储蓄与贷款协会的经验说明，现金注入只会让损失加剧，因为现有管理层出售资产和重新谈判债务的方案将会导致更大的损失[①]。同样的问题在2008年次贷危机期间再次出现。

1991年7月5日，银行监管部门查封了全世界第七大私人所有的银行国际信贷商业银行（BCCI，在卢森堡注册，但大股东是阿布扎比的酋长）。该行拥有130万名客户，但它实际上是一个巨型的犯罪集团，行贿、欺诈以及向政客、朋友和与该行有关系的个人提供贷款。世界各国政府对这次灾难进行了仔细研究，因为它证明尽管巴塞尔委员会（BCBS）要求母国监管当局对国际化的银行机构实施并表监管，但没有任何一个国家对信商银行的全球业务进行监督。为此美国通过了《1991年加强外资银行监管法》（*Foreign Bank Supervision Enhancement Act of* 1991）。并表监管的范围扩大到了证交会监管的大型投资银行，招致了此类机构在2008年次贷危机期间的厄运。

① 参见 Kenneth H. Bacon, "As Deposit Insurance Dwindles, FDIC Wonders If It Should Start Running the Banks It Seizes",《华尔街日报》，1990年12月31日，第30页。

第8章 改革派的不足

第1节 滥　诉

纽约州检察长

艾略特·斯皮策凭借起诉华尔街大鳄而名满全国，更为他夺得纽约州州长之位铺平了道路。当然，斯皮策并不是唯一一个希望通过高调调查出名并获取政治利益的纽约检察官。很多前辈都为他做好了榜样，例如查尔斯·伊万·休斯（Charles Evans Hughes）、托马斯·杜威（Thomas E. Dewey）和鲁道夫·朱利安尼。斯皮策将这种模式做到极致，也取得了实质性效果，最终以压倒性的优势入主阿尔巴尼（Albany）州长官邸。尽管如此，斯皮策在法庭上还是屡屡碰壁。特别是争议极大的理查德·格拉索薪酬案，在离任检察长多年以后，斯皮策输掉了这起本就不应被提起的案件。

然而，并没有人吸取斯皮策行为过头的教训。如下一卷所介绍的，在次贷危机期间，斯皮策的继任者安德鲁·古莫重拾针对华尔街的圣战之剑。与斯皮策一样，古莫多年来一直渴求登上纽约州长宝座，希望效仿斯皮策高调调查金融机构的模式实现梦想。但事实上，还需要重新思考这一模式。纽约州检察长的职能是执法而不是立法，而斯皮策和古莫让自身变为了法律，无

情的打击他们不喜欢的任何商业实践。他们使用纽约州《马丁法案》模棱两可、似是而非的表述来掩盖自己的立法和政治议程。

其他州的官员纷纷效仿斯皮策以执法之名，行政治竞选之实，尤以加州、犹他州（Utah）、马萨诸塞州（Massachusetts）和康涅狄克州（Connecticut）为甚。2008年对犹他州证券部的立法检查发现，该部在调查中过于激进。该部门的调查员曾威胁潜在的目标，告诉他们没有可能在该部门提出的诉讼中胜诉，因为它既是检察官，又是法官和陪审团。可惜，纽约州对斯皮策和古莫管制下的检察长办公室并未进行类似的复查，因为他们也认为自己是检察官、法官和陪审团三位一体。

北卡罗来纳州达勒姆（Durham，North Carolina）检察官迈克尔·尼峰（Michael Nifong）也试图效仿斯皮策，但检方的局面很快失控。尼峰在没有任何支持证据的情况下，试图通过高调起诉杜克大学曲棍球队的三名队员，希望确保自己能重新当选地方检察官。与斯皮策一样，尼峰很明显是自取其辱，不过在未对三位球员和他们的球队造成不可弥补的损失前，他们尚且还相安无事[①]。在毫无证据能够支持指控的情况下，媒体以及杜克大学的许多教职员工都认为这些球员有罪。

真正需要的是委派一位总督察，对斯皮策、古莫和尼峰等检察官出于政治动机的行为进行复查。该督察应当调查为什么要花费州纳税人数百万美元来追回理查德·格拉索的退休报酬。当然，如果纽约证券交易所（New York Stock Exchange）的有钱人认为格拉索的薪酬是不适当的，他们可以自己起诉。另外，总督察还可以调查为什么在已有证券交易委员会这一联邦机构承担相同职能的情况下，还要用纳税人的钱对华尔街进行州监管。如果证交会确实如斯皮策所指控的那样无能，那么对证交会进行恰当整改应当是由国会来完成。

斯皮策对美国国际集团的大肆轻率抨击，导致该公司为了取悦斯皮策而放弃作为其核心收入来源之一的手续费，从而使公司盈利下降了94%。此外，

---

① 参见 Stuart Taylor，Jr.，and K. C. Johnson，*Until Proven Innocent*。

美国国际集团还支付了16亿美元来和解斯皮策和证交会对其会计工作、招投标舞弊以及职工薪酬方面的指控。而更令人匪夷所思的是，斯皮策要求罢免美国国际集团的高管，包括将该公司打造成为全世界最大的保险公司之一的首席执行官汉克·格林伯格。新管理层举报了格林伯格，并希望通过次级抵押贷款市场（Subprime Mortgage Market）发展新的收入来源。在次贷市场的经营酝酿出巨大的灾难，导致了该公司在次贷危机期间破产，威胁到整个经济的安全，最后联邦政府不得不耗费1700亿美元纳税人的血汗钱来拯救美国国际集团。格林伯格没有屈服于斯皮策或斯皮策挑选的公司管理层提出的轻浮诉讼，并证明了自己的清白，但公司却已遭受了不可弥补的损失。州检察官不应拥有这种任性的权力。而在次贷危机期间，古莫又开始了同样的行为，这次他甚至开始攻击每一家摇摇欲坠的华尔街企业和它们的高管，干扰他们处理危机的注意力。

联邦检察官

不幸的是，州检察官并不是滥用职权的独行者。联邦检察官多年来也使用高调调查的方式来谋取政治前程。罗伯特·肯尼迪（Robert Kennedy）在担任司法部长和后来的纽约参议员期间，就以他的残酷无情闻名，尽管这并不是他的政治归宿。鲁道夫·朱利安尼在担任纽约联邦检察官期间，就利用起诉为竞选纽约市长奠基。朱利安尼使用恶意的方法来取得定罪，虽多次被上诉法院撤销，但却未能阻挡他的政治前程；相反，他当选市长给斯皮策等其他检察官以滥权代替证据树立了榜样。

同样性质恶劣的是通过使用刑事起诉来树立政府对商业严厉的印象，即便这种刑事犯罪毫无证据。这就要求具备一些非常有创造力的法律理论，然而这些理论在上诉时常常站不住脚。安然事件行动小组对安达信的起诉便是典例，过程极具误导性。尽管行动小组和媒体对安然逾5000个工作岗位的损失表达了愤怒，但对因政府的错误起诉导致安达信损失的2.8万个工作岗位却只字未提。虽然最高法院推翻了对安达信的判决，但这一切已经来得太晚，工作岗位已然失去，也并没有检察官因恣意妄为而锒铛入狱。

对安达信的错误起诉还酿成了其他苦果。如果当初允许安达信继续开展业务，投资者可能会与之和解，和解费也许是10亿美元或者更多，但它的直接倒闭让这些钱化为乌有。此外，安达信还无法履行向投资者支付2.17亿美元的协议，让他们对亚利桑那州浸礼基金会的投资血本无归，而投资者中的大部分属于老年人。

下令起诉安达信的正是时任助理司法部长的迈克尔·切尔托夫。他在朱利安尼的联邦检察官办公室担任检察官，并且参与了在白水门事件（Whitewater Affair）中对克林顿夫妇的政治迫害，二者之间也许并非巧合。显然，这些经验让他获得了夺得司法部最高职位之一的资格。事实证明，切尔托夫通过对安达信和其他安然相关的案件起诉谋得可观的政治前途，他被小布什总统委任为国土安全部部长。讽刺的是，就在国会批准切尔托夫任命的几个月后，最高法院就推翻了对安达信的判决。在担任国土安全部部长期间，切尔托夫糟糕的判断力在卡特里娜飓风（Hurricane Katrina）灾害期间显露无遗，他所率部门的救灾工作软弱无力，致使超过1800人失去了生命。

尼日利亚驳船案（Nigerian Barge）是安然事件行动小组及其受害者面临的又一灾难。鉴于该案中涉及会计舞弊的金额相对较小，整个行动似乎完全是在浪费时间。证交会本可以轻松地以民事方式处理该案。尽管在法庭上多次遭遇挫折，但政府仍不断起诉两位美林被告人，并通过歪曲法律来进行无休无止的诉讼，但最终没有任何积极的结果。安然宽带服务案的庭审是安然事件行动小组遭遇的又一个滑铁卢，该小组同样依靠创新但漏洞百出的法律理论来开展对公司高管的政治运动。

斯基林和雷一案给安然事件行动小组带来微小胜利的安慰，但它却有严重的污点。行动小组在起诉前花了两年时间来虚构犯罪（基于奥斯卡·王尔德故事的“道林·格雷”理论，腐败的人表面道貌岸然，但其实内在无比腐败）。但最高法院最后推翻了这一无稽的理论，裁定邮件和电信欺诈案的“诚信服务”原则仅适用于贿赂和回扣（也许安然事件行动小组忘记了奥斯卡·王尔德的话：“在我年轻的时候，曾以为钱是世界上最重要的东西；现在我老了，才知道的确如此。”）。对斯基林和雷的定罪因安德鲁·法斯托的证言进一

步蒙污，检方通过起诉法斯托的妻子来逼供，并且威胁要将他的孩子从他身边夺走多年。斯基林拿到的，是安然事件行动小组矫枉过正的又一个例子。

安然事件行动小组采取的胁迫战术在国民西敏寺银行三人组一案中再次上演。依据反恐条约引渡嫌疑人的做法令人不齿，尤其是他们的犯罪涉及在英国针对一家英国银行的欺诈，但后者并未报案。方向错误的起诉令美国的境外声誉进一步蒙污，在国内也没有任何作用。对被告人抵达美国后进行的人身和经济胁迫，是行动小组行事不光彩甚至缺乏基本礼仪的又一个佐证。

为了证明布什政府对经营失败并造成就业损失或单纯股价下跌的公司态度严厉，安然事件行动小组被迫给普通的商业行为定罪。这成为全国检察官仿效的一种模式。今天，上市公司的任何重大损失都将引发政府调查，公司高管常常会被立即追究责任并被起诉。这些苏联式的起诉不可避免地涉及花哨的媒体发布会，即在庭审前就已将被告定罪。突击检查高管的住房，拷走高管“示众”，更添花絮和戏剧性。由于他们的案件常常理由薄弱，难以证明，检察官们纷纷转向胁迫认罪，即以多项罪名起诉员工，使得加起来的刑罚将导致其终身在监狱中度过，除非员工承认较轻的罪行并举报上级。如不认罪将会增加更多的指控，同时还会起诉或威胁家人，以迫使他们的高管亲属认罪。检察官们的手段无所不用其极，例如他们向任何可能潜在支持被告的证人发出告知函并拒绝他们的豁免权，以及截断依照法律和合同应由被告工作单位支付的律师费。

被起诉的高管即使根本无罪，也有其他动机需要认罪，因为一旦在审判后定罪，他们将自动获得一个漫长的刑期。2002 年《萨班斯—奥克斯利法案》通过后，联邦判决指引变得更加严厉，增加了上市公司高管的刑期。该修正案其实根本没有必要，因为判决指引已经基于金融犯罪的金额标准[①]。由于大部分上市公司都涉及数十亿美元的收入，任何会计舞弊都将在该指引中占据重要地位，加上希望出名的法官，公司高管受到的对待要比谋杀罪和猥亵儿童罪更加严酷。这一态度也蔓延到州法院。例如，2008 年 9 月，由于在

① 参见 Paul N. Monnin and Joseph Burby，“Off the Chart”。

一个庞氏骗局中的522项重罪指控成立，加州河滨郡某州法院法官判处丹尼尔·希斯（Daniel Heath）有期徒刑127年又4个月。共有大约1800名老年人受骗，诈骗金额总计达到1.87亿美元。该判决非常出名，但也纯粹是哗众取宠，如那4个月的零头所证明的。尽管如此，该判决与被判入狱150年的伯纳德·麦道夫相比仍然是小巫见大巫。

美国司法部不惜一切代价的策略，以及检察官们认为应当通过一切公正或违规的手段定罪，都令这个曾被认为是鞠躬尽瘁的职业公务员典范蒙污。如最高法院所指出的：

> 美国联邦检察官代表的是主权，而不是任何纷争的一方普通当事人，其公正地管理的义务与它行事管理权的义务同样重要；因此，他在刑事诉讼中的利益不是要赢得案件，而是彰显正义。因此，严格来说，他是法律的仆人，而法律的宗旨包含两个方面，一是不让有罪的人逃脱，二是不让无罪的人受害。他可以凭借热情和严谨起诉——事实上他也应这样做，尽管他可以重拳出击，但他没有打黑拳的自由。他有义务通过一切合法的手段取得公正的判决，他同样有义务不使用不正当的方式来造成错误的定罪。
>
> 公正地说，正常的陪审团或多或少都相信这一很明显依赖检方的义务将得到切实遵守[①]。

司法部拒不遵守这些约束，在高调刑事起诉阿拉斯加参议员泰德·史蒂文斯（Ted Stevens）一案中显露无遗，指控表明史蒂文斯隐瞒油田服务公司维科公司（Veco Corporation）所提供的超过25万美元礼品。史蒂文斯在即将竞选参议员席位之际被定罪，以不到4000票的差距败选，使他几乎失去了从1968年以来一直稳坐的参议员席位。但在被定罪后，人们很快发现司法部不正当地扣押了来自史蒂文斯的辩解信息，这降低了政府主要证人的可信度。然而司法部的三位官员对该案的不当行为不屑一顾。司法部宣布由于其检察官的不当行为，将完全撤诉，但史蒂文斯的参议员席位一去不复返，他于

---

① 参见 *Berger v. United States*, 295 U. S. (1935)，第78页、第88页。

2010 年死于飞机失事。

显然，联邦政府并未吸取他们在安然案中的可耻教训。奥巴马政府上任后，司法部宣布将扩充之前为起诉安然时代丑闻而成立的总统反企业欺诈行动小组（Corporate Fraud Task Force），新加入六个机构，专注于次级贷款和证券化欺诈案件。2009 年 4 月 2 日，司法部宣布它计划成立一个由联邦和州检察官组成的联合行动小组，用于打击白领犯罪。该行动小组成为安然事件行动小组和各州崭露头角的艾略特·斯皮策们的结合体，将对经营失败的企业高管们实施各种滥权行为。

2009 年 11 月 17 日，贝拉克·奥巴马总统签署总统令将这一行为制度化，设立了新的反金融欺诈执法行动小组，代替布什政府在 2002 年成立的反企业欺诈行动小组，因为后者在刑事审判和上诉中鲜有成功。紧随奥巴马总统行动的，是在贝尔斯登两位对冲基金经理管理的基金倒闭，并进而演变为次贷危机的导火索后，司法部起诉这两位基金经理的案件败北。屡败屡战的联邦调查局在 2010 年 6 月宣布，它将使用在反恐战中开发的办法来肃清金融欺诈。

这种恐吓式方法对上市公司管理层造成了极坏的影响。首席执行官以令人震惊的比率流失，2006 年有超过 1100 位首席执行官辞职，到 2008 年，首席执行官的平均任期仅 3.2 年。这种流失当然不是意外事件，这些经理人在成为一些圣战派检察官摧毁的目标前就拿钱走人，功成身退。经验丰富的经理人的流失，导致不得不用一些经验不足甚至不合格的人来代替，就好比斯皮策赶走格林伯格后在美国国际公司发生的情况。“临时首席执行官”的现象现已成为上市公司的固有特征之一。人们担心这些临时首席执行官是否有能力领导一个他们根本没有经验的巨型公司。

司法部作为监管者的角色

司法部利用它的强制力取得了一个金融监管部门的角色，尽管这并没有

得到国会的首肯。它通过起诉来制定法律，而不是执行国会的法案[①]。这些监管权力采用新颖但歪曲的法律理论来执行，例如“诚信服务”主张，甚至不可思议地使用奥斯卡·王尔德的故事作为依据。司法部知道没有金融服务企业可以从起诉中存活，被司法部盯上的公司被迫签订延后起诉协议。根据这些安排，被盯上的公司（其实是其无辜的股东）必须支付大笔罚款，公司的内部经营也将受到经检察官批准任命的“公司监察员”监督。他们选择的公司监察员几乎无一例外是前政府官员，许多是前检察官，包括前司法部长约翰·阿什克罗夫特（John Ashcroft）和无处不相逢的证交会前主席理查德·布雷登。

这些监察员没有任何作用，美国国际集团在进军导致该公司毁灭并威胁到全球经济的次贷业务时，就已经拥有公司监察员就是明证。这名公司监察员名叫詹姆士·科尔（James Cole），是博恩·凯夫律师事务所（Bryan Cave）的合伙人，他在司法部工作了13年。科尔曾任司法部刑事司公共诚信处副处长，该处室专门负责跟踪问题政府官员。对于为什么有人会认为这种经验会使他有资格监督一家正在进军新的复杂金融服务业务的全球性保险公司，答案无人知道。

相反，任命公司监察员是照顾前同事的一个极好途径，因为监察员有着巨额报酬。医疗器械公司齐默控股（Zimmer Holdings）被指控向使用其产品的医生支付回扣，阿什克罗夫特（Ashcroft）被他的前下属、新泽西联邦检察官克里斯·克里斯蒂（Chris Christie）（现任该州州长）选择担任该公司的监察员，他的游说公司因这一为期18个月的工作付出了至少2900万美元的报酬，政府也从齐默控股攫取了3.11亿美元的罚款。

这一任人唯亲的行为受到极大的批评，司法部宣布未来会将公司监察员的选择职能交给一个委员会。此外，公司监察员的选择还必须经位于华盛顿特区的某司法部高管批准。这可能会减少一些滥权，但仍令人怀疑为什么政府要参与上市公司的管理，或者通过选择监察员干涉其他公司的经营，因为

---

① 这是证交会的一个老问题。参见 Karmel, *Regulation by Prosecution*。

这是公司自己董事会的权力。

有时，受安然时代延后起诉协议约束的公司，还被迫向执行起诉的联邦检察官喜好的慈善组织或母校捐款。由于克里斯蒂要求百时美施贵宝（Bristol - Myers - Squibb）向其母校西顿霍尔大学法学院（Seton Hall University Law School）捐赠一把商业道德椅子，司法部受到了严厉批评，这种行为随后被禁止。

但对公司改革派而言，这种对公司经营管理的入侵以及无辜股东承担的罚金仍然不够。在一篇封面文章中，《纽约时报》指控司法部对公司过于仁厚。作为证据，这家报纸指出2005—2008年，司法部与上市公司签订了50份延后起诉协议[①]。在另一篇文章中，《纽约时报》抨击证交会，称后者在变得软弱，因为它将其工作人员对摩根大通公司的2500万美元罚款降至200万美元。指控涉及一些极其深奥的监管问题，但《纽约时报》认为200万美元对一家大银行而言就好比是一张“交通违章罚单”。

第2节　公司治理改革

惩罚性立法

政府应对金融危机和丑闻的方法，其核心特点是国会通过惩罚性立法，给企业强加不必要的成本和负担，但此举几乎没有任何效果。2002年《萨班斯—奥克斯利法案》成为政府不应处理金融危机的最佳典型，它耗费了美国企业数十亿美元，但没有任何可见的积极效果。法案的目标是消除重报泛滥的上市公司会计舞弊行为。尽管竞争成本不断攀升并成立了上市公司会计监督委员会，2002年《萨班斯—奥克斯利法案》在消除会计重报方面仍毫无起色。会计舞弊只是在短暂的停歇后，便继续在上市公司大行其道。

---

① 参见Eric Lichtblau，“In Justice Shift，Corporate Deals Replace Trials”，《纽约时报》，2008年4月9日，A1版。

薪酬问题

希望遏制畸高高管薪酬的公司改革努力也彻底失败。事实上，这些措施很大程度上造成了薪酬畸高。为了将股东利益与管理层的利益统一起来，而将高管薪酬与股票期权挂钩，实属灾难。它导致了惊人的薪酬包，为了拉高估价产生了大量的会计舞弊，安然和世界通信公司倒闭时均已参与过这种游戏。这些案件背后的倒填期权日期丑闻，仅仅证明了高管层会继续玩弄制度以提高自己的薪酬。

证交会要求充分披露高管工资，最终证明不过是另一个糟糕且违反常理的想法。企业界最大的秘密之一就是非时薪制员工的报酬问题。为什么会这样？因为披露会揭开收入不均的面纱，而收入不均的原因可能是努力、才华、管理技巧、资历、有良好的带路人，或者就是简单的不公平。

随着每个员工将自己的收入与其他人进行对比，披露只会导致道德的沦丧。任何人在知晓自己的收入不及低于自己的人时，将会变得不满。一些人会保持沉默，另一些人会要求涨工资，而还有一些人则直接对工作失去兴趣。由于每个员工都要求自己的工资高于其认为不如自己的其他人，企业的薪酬成本会增加。而对于中低管理层级别的薪酬，唯一的解决办法是规定分级薪酬制，但这对努力、才华或管理技巧没有任何促进作用，只会埋葬企业的前途。

而在高管层面，充分披露只是点燃了一波追求更高薪酬的竞争。证交会的披露要求只是鼓励了更高薪酬包的竞争，因为每位继任的高管都会指出同行的薪酬更高，从而要求为自己提供更高的报酬。因此，证交会规则修订后虽然扩大了必须披露薪酬的高管范围，但实际上只是扩大了对无止境增加薪酬和其他条件的要求。

既然薪酬披露在过去不起作用，那么证交所凭什么认为它会在未来成功？从 1999 年到 2003 年，1500 家最大上市公司薪酬最高的五位高管合计领到 1220 亿美元的薪酬。2003 年，这部分报酬接近这些公司所赚净利润的 10%。2002 年对美国 69 家最大公司首席执行官薪酬的调查发现，他们的薪酬增加了

15%。17位首席执行官表示向他们授予的限制性股票增加了73%。

2003年，期权的授予量确实下降了近50%，2003年对首席执行官薪酬的调查显示，这些高管的薪酬减少了，降至平均860万美元的水平。但这笔费用仍接近这些公司净利润的10%。在任何时候，下降只不过是暂时现象。2005年，首席执行官的平均薪酬比上一年增加了27%，达到1050万美元。2004年，美国首席执行官们的薪酬是普通工人的432倍，而1994年时为普通工人的142倍，1976年时为36倍。这些数字应当与英国的薪酬进行比较，20世纪90年代首席执行官的薪酬仅为普通工人的98倍，但英国人在不断追赶，在新世纪开始时，这一数字在5年内增加了25倍。

2007年，任职两年以上的美国首席执行官的平均薪酬为1120万美元，比上一年增加了5%；上市公司首席执行官的平均薪酬是普通工人的180倍，较1994年的比率增加了90倍；首席执行官年收入的中间值为880万美元，而美国家庭收入的中间值为5万美元。如果需要证据证明高管薪酬在螺旋式攀升，无须考虑证交会的充分披露要求，只需考虑《福布斯》（*Forbes*）杂志2006年的400位最富有美国人榜单并不包含任何百万富翁的事实，因为他们都是亿万富翁。

有时，美国财富的积累令人瞠目结舌。2005年，美国最富有的400位纳税人取得856亿美元的收入，从2004年的人均1.73亿美元增加到大约2.5亿美元。而2003—2005年，最富有的1%的美国人增加的收入，就超过了最低20%美国纳税人的收入总和①。2007年，美国有500多万家庭的净值介于100万～1000万美元。这些统计数据忽视的是财富积累并不限于少数家庭的事实。2006年3月，美国的百万富翁人数超过了失业的人数。2006年，400位最富有的美国人人均缴纳了4500万美元的联邦所得税。

前5%美国人的净值达到140万美元或以上，但其中45%的家庭都认为他们至少需要500万美元才算真正富有。尽管如此，“金钱不能买来幸福”的老话正在接受考验。1974年，宾夕法尼亚大学（University of Pennsylvania）经济

① 参见“Taxes and Income”，《华尔街日报》，2007年12月17日，A20版。

学家理查德·伊斯特林（Richard Easterlin）认为财富的增加并不会带来幸福，这成为之后几十年的一个正统观念。但2008年，宾夕法尼亚大学的另外两名经济学家认为，财富的增加确实会促进幸福感，尽管并不能保证一定会幸福。如果是那样，幸福的人的数量正在增加。2007年，全世界百万富翁（除住房外可投资资产100万美元的人）的数量增加到800万人。其中美国有310万，占全国人口的1%，其中包括460位亿万富翁。但次年，外国百万富翁数量增长的速度比美国快5倍，这说明美国经济不太景气。

次贷危机导致了部分财富的重新分配。2009年，经济学家预计最富有1%家庭（收入超过40万美元的家庭）的个人收入占总收入的比例将从2007年的23.5%降至2010年的19%以下。此外，首席执行官薪酬的中间值比2008年下降了15%，降至730万美元。

体育界和演艺界

如果将许多人对公司高管薪酬包的看法，与对演艺界和体育界所获巨额报酬的看法进行对比，将会得出十分有趣的结果。一些运动员、艺人，甚至赛马积累的巨额财富并未受到国会或媒体的不满。证交会甚至豁免了艺人披露其薪酬包的要求，而支付给艺人的某些报酬其实令人瞠目结舌。夸张节目主持人霍华德·斯特恩（Howard Stern）只是将他低俗、下流的表演搬到天狼星卫星广播（Sirius Satellite Radio），就获得了5亿美元报酬。2006年，他还获得了另外8200万美元的奖金。右翼电台评论员拉什·林堡（Rush Limbaugh）在2008年7月获得了一份4亿美元的薪酬包，一直签约到2016年，这让他每年可获得5000万美元的不菲收入。深夜谈话节目主持人大卫·莱特曼（David Letterman）和杰伊·莱诺（Jay Leno）的年收入为3000万美元。电影制片人乔治·卢卡斯（George Lucas）一年的收入估计为2.9亿美元；演员梅尔·吉布森（Mel Gibson）收入为1.8亿美元；魔术师大卫·科波菲尔（David Copperfield）收入为5700万美元；不过，麦当娜（Madonna）竭尽全力也只挣得较少的5000万美元。在次贷危机最严重的2007年和2008年，奥普拉·温弗瑞每年都获得了2.75亿美元的收入。奥普拉的商业价值超过10

亿美元，她每天只需要坐在沙发上，与嘉宾聊聊家常，表达一下同情。在电视界，基弗·萨瑟兰（Kiefer Sutherland）最近杀青的《24》每集获得了55万美元的片酬，查利·希恩（Charlie Sheen）的戏剧片《两个半男人》（*Two and a Half Men*）每集的片酬为87.5万美元，《绝望的主妇》（*Desperate Housewives*）中的三位女演员每人每集的片酬为40万美元。在2010年离开前，西蒙·考威尔（Simon Cowell）主持《美国偶像》（*American Idol*）的报酬为每年1亿美元。柯南·奥布莱恩（Conan O'Brien）的节目评级下降后，全国广播公司（NBC）为让他悄悄离开而支付了4000万美元。后来，他选择了TBS电视台，年收入据说是1000万美元。哥伦比亚广播公司（CBS）首席执行官莱斯利·穆维斯（Leslie Moonves）2009年的薪酬为4300万美元，维亚康姆首席执行官菲利普·道曼（Philippe Dauman）同年的薪酬为3400万美元。然而，对这些巨额薪酬包的愤怒和不满又在哪里？

体育界的情况又是如何呢？国家橄榄球联盟（National Football League）的平均工资为130万美元，美国职业棒球大联盟（Major League Baseball）为270万美元，全国篮球协会（National Basketball Association）的可比数字为420万美元。2007年开始，英国足球明星大卫·贝克汉姆（David Beckham）因加入某洛杉矶球队而获得了2.5亿美元的报酬，尽管事情进展得不是很顺利。其他运动员的一年收入包括：高尔夫球手泰格·伍兹（Tiger Woods）在他婚外情暴露前为1.2亿美元，自行车手兰斯·阿姆斯特朗（Lance Armstrong）为2800万美元，网球明星安德烈·阿加西（Andre Agassi）为2620万美元，网球明星赛琳娜·威廉姆斯（Serena Williams）为1270万美元，而赛车手迈克尔·舒马赫（Michael Schumacher）则获得了耀眼的6000万美元。

棒球运动员也签署了一些高额的合同。投球手巴利·席托（Barry Zito）的七年合同价值1.26亿美元。另一位投球手凯文·布朗（Kevin Brown）的七年合同价值1.05亿美元，但他其实没有投多少球。再来看纽约扬基队，2003年一垒马克·泰塞伊拉（Mark Teixeira）与该俱乐部签订了一份价值1.8亿美元的八年合同。2008年，在次贷危机期间，为了提振该队的士气，签署了近5亿美元的合同。更早以前，年仅16岁的魏圣美（Michelle Wie）成为一名职

业高尔夫球手时，她签署了价值超过 1000 万美元的代言合同。一位年收入 5 万美元的工人需要工作 200 年才能挣得这位小女孩一年的收入。如果考虑货币的时间价值，则需要的时间还要更多。但魏圣美的代言收入只是乐布隆・詹姆士（LeBron James）的零头，他签署了超过 1 亿美元的代言协议，他在 18 岁还在读高中的时候就被选入了 NBA。詹姆士在 NBA 非常成功，2010 年他签约迈阿密热队（Miami Heat）时更以六年 9600 万美元的薪酬包登上头条。吉尔伯特・阿里纳斯（Gilbert Arenas）在被捕并被 NBA 禁赛前与华盛顿奇才队（Washington Wizards）签署了一份 1.11 亿美元的六年合同。阿里纳斯被指控携带枪支进入该队更衣室，与队友贾维斯・克里滕顿发生冲突，后者也持有枪支。

非营利组织的负责人也获得了一些相当丰厚的薪酬包。纽约爱乐乐团（New York Philharmonie）团长札林・梅塔（Zarin Mehta）2008 年薪酬为 267 万美元。所罗门・古根海姆博物馆（Solomon R. Guggenheim Museum）馆长托马斯・克伦斯（Thomas Krens）的收入为 270 万美元，大都会歌剧院（Metropolitan Opera）总经理彼得・盖尔布（Peter Gelb）的报酬为 135 万美元，纽约现代艺术博物馆（Museum of Modern Art in New York）馆长格伦・洛里（Glen Lowry）获得 132 万美元，华盛顿特区的肯尼迪表演艺术中心（John F. Kennedy）主席迈克尔・凯萨（Michael M. Kaiser）获得 113 万美元，国家美术馆（National Gallery of Art）馆长伊尔・鲍威尔三世（Earl A. Powell III）的报酬为 106 万美元，林肯表演艺术中心（Lincoln Center for the Performing）主席赖坚立（Richard Levy）的收入为 118 万美元，洛杉矶艺术博物馆（Los Angeles Country Museum of Art）馆长迈克尔・高文（Michael Govan）的收入为 106 万美元，所有这些都是 2008 年的数字。

另外还有赛马。2002 年，每诞下一匹活马驹，暴风猫（Storm Cat）将获得 50 万美元的配种费，估计该年的总收入为 2100 万美元——真是不错的工作。2008 年，幽趣（Distorted Humor）的配种费为 30 万美元，英帝（A. P. Indy）和金满宝（King Mambo）为 20 万美元，复喜（Awesome Again）每匹马驹的配种费为 12.5 万美元。但次贷危机令配种行业受到沉重打击。有趣的

配种费据说在2009年下降了一半。克莱伯恩牧场（Claiborne Farms）宣布全面下调配种费。这家牧场的神驹（Secretariat）在1999年安息前，共配种大约600匹。神驹的配种服务在1973年出售，收费达到令人惊讶的600万美元，与美国最高收入的高管相当。

一些狗的表现也不错。因逃税而被定罪的公司突袭者维克多·波斯纳（Victor Posner）的女儿葛儿·波斯纳（Gail Posner），立遗嘱为她的吉娃娃留下300万美元的信托和一幢830万美元的别墅，以及1.5万美元的卡地亚项圈。犯下涉税重罪的著名酒店经理“吝啬女王”利昂娜·赫尔姆斯利（Leona Helmsley）为她脾气暴躁的狗“麻烦”留下了1200万美元，但法官将这笔遗产降至仅200万美元。《星际迷航》（*Star Trek*）创作者的妻子马基尔·巴瑞特·罗登贝利（Majel Barrett Roddenberry）为她的狗留下400万美元、一幢别墅以及他自己的管家。西德尼·奥特曼（Sidney Altman）为她的可卡犬留下600万美元。德国牧羊犬冈瑟四世（Gunther IV）据说被留下6500万美元的遗产。

那么，为什么对企业高管的薪酬要大惊小怪呢？如果美国公众可以接受成功（以及有时不成功）的运动员、艺人，甚至马匹的财富，而几乎没有怨言，为什么要盯着支付给企业高管的高薪不放呢？毕竟这些高管控制的资源雇用了数以百万计的人，决定了我们经济的命运。是否他们不应为这些工作获得丰厚的回报呢？体育和娱乐（以及马匹）是好东西，但它们是否像大公司一样为社会增加价值，雇用数以百万计的人，提供世界上许多地方都不敢想象的生活水平呢？那么，为什么不像对彩票中奖者、马匹、艺人和运动员一样，对企业高管采取同样放之任之的态度？

企业改革派对过高薪酬进行讨伐，而更讽刺的是大部分推行这一平台的民粹主义政客本身都是大富翁。2007年竞选总统失败的约翰·爱德华兹（John Edwards）就是大肆抨击企业高管薪酬包最厉害的人，但他的财产净值为5470万美元，2006年的收入为370万美元。他将大约一半的财富投资于对冲基金，每年他因担任城堡投资集团（Fortress Investment Group）对冲基金的兼职顾问而获得48万美元的收入。比尔和希拉里·克林顿夫妇在2008年4月

披露他们过去八年的合计收入超过 1.09 亿美元，这一金额说明他们对财富分配的顾虑是虚假的。如果他们真正相信财富分配，那么他们为什么不将这笔财富完全再分配给穷人，而只是利用过去和现在为政府服务获得的丰厚报酬生活？已故参议员泰德·肯尼迪（Ted Kennedy）是一位新民粹主义领袖，他赞成财富分配，但作为一名拥有信托基金的富二代，他一生从未有过全职的非政府工作。肯尼迪出生在一个极其富有的家庭，他拥有的财富超出了大部分美国人的想象，除拥有估计价值约 4700 万美元的信托基金外，还因撰写回忆录而获得了出版商预付的 200 万美元。在他的一生或者直至逝世时，肯尼迪并未将他的财富分配给穷人。相反，他把这这笔财富留给了其实根本不需要更多财富的家人。2004 年热门的民主党总统候选人、参议员约翰·克里（John Kerry）的身家估计为 2.3 亿美元，他与美国最富有的女人之一泰瑞莎·亨氏·克里（Teresa Heinz Kerry）结婚，后者的财富估计达 10 亿美元。他们也在坚守自己的财富。

甚至公司高管薪酬包的严厉批评者、财富再分配支持者的领军人物、相对年轻的贝拉克·奥巴马总统，也拥有好几百万美元的财富，2007 年他的收入为 420 万美元。2008 年，总统夫妇报告他们的收入为 270 万美元，缴纳了 85.5 万美元的联邦所得税，税后收入为每天 5000 美元，这对一位民粹主义政客而言是很不错的。但他们的税率仅略高于 31%，远远低于 2009 年总统建议对其他富人征收的 39%。2009 年，总统经调整后的毛收入为 550 万美元，这还不包括他获得诺贝尔奖后捐赠给慈善组织的 140 万美元。奥巴马的收入远远超过了之前刚上任总统时的水平，但到目前为止（除诺贝尔奖金外）他还没有将他的财富再分配，同意仅利用作为国家领导人的丰厚报酬生活。

《华尔街日报》也戏谑地指出，另一位著名的财富分配事业口头支持者，来自俄亥俄州的参议员霍华德·梅森鲍姆（Howard Metzenbaum）于 2003 年将他的住所改到了佛罗里达州，直到 2008 年逝世，这只是为了逃避俄亥俄州的遗产税和所得税，因为佛罗里达州不征收这些税。这一举措很难与其要求重

新分配财富的口号相符①。

可扩展薪酬

《黑天鹅》(*The Black Swan*) 作者纳西姆·塔勒布 (Nassim Taleb) 指出,"可扩展" 企业现象是积累巨大财富的关键。这是一种参与者领取报酬并不需要他每次都亲自到场的企业②。例如,工人必须在具体的工作场所亲自到场工作才能获得报酬,而电影演员就属于可扩展企业的参与者,演员获得报酬并不需要他亲自出现在每个观影者面前。而工人永远都不可能达到可扩展的电影演员所能实现的财富。当然,少数非可扩展的企业也创造了财富。例如,赛马会的配种规则就要求种马确实与每匹母马交配。

然而,在可扩展企业中也存在严重的收入不均等。例如,并不是所有的电影演员都是成功的。事实上,绝大部分演员几乎生活在贫困线附近,2006年时薪中间值仅 11.61 美元。虽然美国影视演员协会 (The Screen Actors Guide) 规定了远远更高的日薪价格,但它 10 万名会员的平均年演出收入仍然不到 5000 美元。那么,是否应当将前 50% 收入上百万的演员的收入再分配给那些运气不那么好的其他演员呢?不均等的例子非常多,下面再举一个例子——图书出版。2005 年,美国出版了超过 17.2 万种图书,英国超过 20 万种。然而,只有极少数的图书能成功地创造财富。乔安妮·凯瑟琳·罗琳 (J. K. Rowling) 凭借《哈利波特》的版税收入变得比英国女王还要富有,但绝大多数其他作者仅仅获得微不足道的版税。要求罗琳这类人放弃财富并支付给其他作者,从而实现财富的平均分配;例如按字数,每位出书的作者每个字 1 美元,这又公平吗?莎士比亚说 "言贵精不贵多",按照这个计划,啰里啰唆的写作方法才可能是财富来源。

公司高管也属于可扩展职位,与其他职业一样,他们的薪酬具有极大的不均等性。绝大多数企业经理人并没有数百万美元的奖金。大部人都在小公

① 事实证明,卡尔·马克思 "必须缩小财富分配等社会差距" 的理论是一个糟糕透顶的想法,导致苏联数百万人的苦难和死亡。参见 Lennard J. Davis, "Constructing Normalcy"。

② 参见 Nassim Nicholas Taleb, *The Black Swan*, 第 28 页。

司工作，且很多后来都倒闭了。而在较大的公司，大部分管理者的收入还不错，但只有极少数获得令人愤恨的百万美元薪酬。但他们与文学界的史蒂芬·金（Stephen King）和电影屏幕上的哈里森·福特（Harrison Ford）有什么不一样？

结果

改革运动从来都没能防止安然时代的丑闻发生。对安然和其他公司的许多乱象的指责，事实上可以直接归结为公司治理运动设计期权式薪酬包，希望借此将股东和管理层利益统一起来的尝试彻底失败。安然倒闭后的改革，尤其是 2002 年《萨班斯—奥克斯利法案》令美国经济举步维艰，将这个国家曾有的最大比较优势之一——金融服务拱手让出。此外，至少在 2007 年信贷紧缩前，许多上市公司将自己出售给私募集团进行私有化，从而避免了苛刻的证交会监管和养老基金的骚扰性诉讼。

工会养老基金的改革者角色

将管理层的控制权转交给股东的努力，依然是公司改革派的必杀技，特别是以加州公务员退休系统（California Public Employees' Retirement System，CalPERS）为首的工会养老基金。工会养老基金通过华盛顿的机构投资者理事会（Council of Institutional Investors）协调活动，后者代表了 140 多家养老基金。证交会、国会和法院已经将该组织列入日程，似乎定将作出有利于工会而不利于上市公司管理层的决定，且明显没有考虑这样做的后果。

美国的工会运动在几年前达到高峰，现在处于下降时期，至少从会员人数上看是如此。工会会员在 1945 年时占整个劳动力队伍的大约 1/3，到 1983 年这一比例降至 20%，而到 2008 年更降至 12%。

2008 年，私人部门劳动者的工会化率仅 7.6%。次贷危机期间的经济下滑，致使人们担心工会将进一步丧失更多的合同谈判议价能力。在多个领域，尤其是汽车工业，工会被要求接受下调工资。次贷危机也导致工会会员的进一步流失，2009 年私人部门的工会会员人数减少 10%，以致公共部门在工会

会员人数上首次超过私人部门。

在公共部门，工会仍然受欢迎，因为他们可以提供较高的工资和福利、较短的劳动时间，以及利用无限制的纳税人资源这一既得优势增强就业保障，并且他们还允许提前退休。2008 年，公共部门劳动者的工会化比例为 42.2%。不幸的是，公共工会养老基金对美国企业的讨伐转移了它们对其主要职责，即保护它们所管理养老基金资产的注意力。在次贷危机发生前的十年间，公共工会养老基金对不动产资产的投资增长了 1 倍，但房地产的价值在次贷危机期间猛烈下跌。2009 财务年度结束时，加州公务员退休系统的资产价值下降了 23%，而它提供的优厚的养老福利也给加州的预算背上沉重负担，即州雇员可以在 55 岁退休，应急部门工作人员可在 50 岁退休。2010 年 2 月，窘况进一步加剧，因此加州公务员退休系统宣布它将下调其投资组合 7.75% 的目标收益率，但幸好它在 2010 财年实现 11.4% 的收益率，超过了其目标。

2008 年，政府问责局（Government Accountability Office，GAO）发现，许多州都没能对其雇员的养老计划进行恰当的融资，因此未来发生财政危机的可能性很大。政府问责局监察的许多养老基金资金到位率不到 80%，州和地方政府养老基金估计平均有 1/3 的资金没有到位，这一资金缺口总计超过 1 万亿美元。然而其他人估计这一缺口将超过 3 万亿美元，因为公共养老基金为了履行其对退休人员的义务，而提出的投资组合预期收益率并不符合实际。以纽约州为例，该州所主张的资金状况是基于 8% 的预估资产收益率，但这似乎不太可能实现。

公共养老计划的精算师也被批评低估了这些养老基金向退休人员给付的义务和能力。养老计划资金不足的州包括伊利诺伊州、肯塔基州和宾夕法尼亚州。斯坦福大学的一项研究发现，截至 2008 年 7 月，加州三大养老基金（加州公务员退休系统、加利福尼亚州教师退休系统和加利福尼亚大学）的资金缺口为 5000 亿美元，而不是这些基金所声称的 550 亿美元。斯坦福大学的研究使用了 4.14% 的养老基金投资收益率，而不是养老基金在进行融资评估时所用的 7.5% 及更高的收益率。而次贷危机期间发生的投资损失导致另外增

加了 1000 亿美元的资金缺口。加州公务员退休系统报告称 2009 财年基金损失达 23%，但截至 2007 年 6 月 30 日的财务年度的 11.4% 的收益率，很好地回击了批评者。

为了降低预算赤字，许多州延后了对养老基金的拨款。新泽西州州长希望推后 30 亿美元的拨款，以降低该州 110 亿美元的赤字。伊利诺伊州将退休年龄推迟到 67 岁，并将公共养老金的上限确定为 10.68 万美元。超过 50% 的州养老计划未收到全部的缴费，私人养老基金也面临风险。2009 年，大约 93% 的标普 500 公司定额给付退休计划资金不足，通用汽车和克莱斯勒的工会养老基金合计有 170 亿美元的资金缺口。

证交会起诉五位加州圣迭戈（San Diego）的前官员，因为他们未能披露该市养老基金的资金问题以及退休人员的医疗义务，而这可能导致该市破产。纽约州政府的养老计划也有问题，该州前财政厅厅长、高调的公司改革者和犯罪分子艾伦·海富斯，就将该州的养老基金作为私人小金库。他采用“收费服务”（pay to play）的模式，收受对冲基金以及为了管理州养老基金资产和收费的其他人的款项，用来回馈朋友和推进自己的政治前途。加州公务员退休系统也爆发了类似的丑闻，该基金前董事会成员阿尔·维拉罗伯斯（Al Villalobos）被指控收受该养老基金所聘用资产管理人支付的大约 5000 万美元费用。加州公务员退休系统报告中称，私募代理人总计从获得该计划投资资金的资产管理人收到 1.25 亿美元。

2010 年，纽约的养老基金再次爆发丑闻，纽约州检察长安德鲁·古莫宣布他的办公室正在调查养老金“被蓄意提高”的问题。其做法是通过在退休前最后几年加班等方式提高收入从而达到提高退休金的目的，因为退休金是依据最后几年的收入水平计算的。古莫以一位年收入 7.4 万美元的警察为例，他最后一年的收入通过加班竟达到了 20 万美元，这预计会让纽约养老基金花费大约 120 万美元。加州也在尝试限制养老金被蓄意提高的问题。2007 年，纽约居民平均缴纳 486 美元来维持纽约养老基金，这是全国最高的费率。某些养老金受益人每年领取的金额超过 30 万美元。

截至 2009 年 3 月 31 日的财务年度，纽约州养老计划的资产价值下降了

26%。为了弥补这些损失，纽约州财政厅厅长托马斯·迪那波利（Thomas P. DiNapoli）希望将工资的扣缴比例从7.5%增加到11%。2009年6月5日，纽约州州长大卫·帕特森（David A. Paterson）宣布他与纽约州公共雇员联合会（Public Employees Federation，PEF）达成协议，大幅降低未来退休工人的福利。作为交换，州长同意取消之前宣布裁减8700名公共雇员的决定，并给现有的雇员加薪3%。此外，他还同意以每人2万美元的价格买断4500名雇员的劳动合同。养老福利削减的内容包括将最低退休年龄从55岁推迟到62岁，并将要求的生效期从5年延长到10年。此外，该协议还要求雇员在整个工作期内将按工资的3%向州退休计划缴费，而不是依据现有的仅在前十年缴费的规定。这笔增加的费用将由州政府通过“改革”方案所含的加薪来支付，但该协议不包含纽约市的雇员。

工会雇员的传统定额私人给付计划也常常资金不足。2008年2月，养老金担保公司（Pension Benefit Guaranty Corporation，PBGC）宣布它将增加其投资组合风险偏好，包括投资权益类证券，以提高其业绩。当时，由于所承保养老基金有缺口，养老金担保公司有140亿美元的赤字。后来爆发了丑闻，人们担心养老金担保公司负责人查尔斯·米拉德（Charles E·F. Millard）在收受相关公司提供的奢华招待后，不恰当地将其新投资策略的管理工作委托给摩根大通、贝莱德以及高盛。但从2008年12月至2009年5月，养老金担保公司的赤字增长了3倍，达到335亿美元。

工会谈判的养老金福利一直是它们的权力来源之一，但工会养老基金日益与由员工个人管理的401（k）退休计划短兵相接。某些州正在转相401（k)与定额给付计划相结合的模式，以降低融资负债。2007年12月，公平就业机会委员会也裁定雇主可以停止为年满65周岁的雇员提供医疗保险，因为那时他们可以享受医疗保障。这也降低了工会会员长期以来一直享受的福利。尽管会员人数减少和相关性下降，工会在政治上依然拥有极大的影响力，因为它们可以自由地使用会员的缴费来进行政治捐献[1]。

---

[1] 参见 *Abood v. Detroit Board of Education*, 431 U. S. 209 (1977)。

2008年，工会不惜一切代价帮助民主党重掌白宫并继续把持国会，并且它们撞了大运。单美国劳工联合会—产业工会联合会（AFL－CIO）就出资5300万美元支持民主党的竞选。总体上，工会为奥巴马以及其他民主党人的竞选出资超过3亿美元，帮助他们把控白宫、国会，也许还有最高法院。尽管如此，工会的算盘还是遇到了阻力。沃尔玛和其他雇主反对民主党试图让工人通过记名投票表决的方式批准工会的方案。工会希望能够直接取得多数职工的签字，从而以此胁迫和恐吓职工同意它的代表权，虽然该方案2010年在国会遇阻，但工会还是在努力让它通过。

证交会也要求将工会发起的社会提案包含在上市公司的代理表决票中，为工会提供支持。例如有提案要求股东表决一家公司是否应当采取措施实现全民医保。奥巴马政府下的证交会将此议程的范围扩大，引入了有关审批高管薪酬的"薪酬话语权"表决，它甚至希望允许养老基金有机会通过董事会提名权来接管上市公司。事实上，加州公务员退休系统在证交会就有与这些事项有关的内线，它的前总法律顾问卡伊拉·吉尔兰就接受证交会的雇用，负责推进这一工作。

报纸的改革者角色

媒体是公司治理改革运动的另一个领袖，它们不断抨击公司管理层，支持赋予股东更大权力的公司改革。但媒体扮演的公司改革领袖角色是虚伪的，因为许多大报纸（包括《纽约时报》《华盛顿邮报》以及最近的《华尔街日报》等）过去都将其股票分级，以确保家族对公司的控制权。这种分级排除了公众股东对管理决策的话语权。如果这些股东支持者真正相信他们所追求的，他们为何要将自己排除在他们希望上市公司进行的改革之外？

报纸业肯定也需要完善管理。它们的收入正因分类广告业务流失到克雷格分类广告网等网站而减少。互联网时代以前，分类广告过去一直是许多报纸的主要收入来源。2008年，纽约时报公司、论坛报业公司（Tribune Company）（《芝加哥论坛报》的出版人）、甘尼特（Gannett）和赫斯特（Hearst）宣布成立一个将容纳120多份报纸的在线广告平台，但尚不清楚它们将如何

重现繁荣，尤其是随着读者加速转向提供广泛事件观点的互联网新闻，报纸的发行量在继续下降。

次贷危机导致房地产广告锐减，报纸产业也受到沉重打击。报纸的收入在 2007 年下降了 7%。2008 年，《纽约时报》宣布第三季度的分类广告收入下降了 29%，全年报纸发行量也继续萎缩。2008 年前六个月，下降的速度几乎上升了 1 倍，下降了 4.6%。《今日美国》（*US Today*）和《华尔街日报》同期的发行量却略有增加。2008 年 10 月至 2009 年 10 月，总体发行量进一步下降了 10%。

纽约时报公司由奥齐—舒尔兹伯格（Ochs - Sulzberger）家族控制，它一直鼓吹自己是由股东来控制公司管理的主要支持者，但该报纸却抵制了对其公司治理结构进行改革的努力。在该报纸的股价下跌了超过 50% 以后，一位摩根士丹利的基金经理批评并且希望改革公司的股票分级安排。作为报复，该报纸的控股股东撤走了在摩根士丹利的所有资产。费尔布兰德投资公司（Firebrand Partners）和先驱资本（Harbinger Capital Partners）这两只对冲基金在 2008 年加大对纽约时报公司的投资，将持股比例提高到近 15%。它们希望取得该报十三人董事会的四个席位。纽约时报公司最终允许这两家对冲基金任命两名董事：斯科特·加洛韦（Scott Galloway）和詹姆士·科尔伯格（James Kohlberger）。但后来，先驱资本减少了对该报的持股，其在时报公司董事会的代表斯科特·加洛韦宣布他将不会参加 2010 年的连任选举，后来该董事席位被取消。该报出版人亚瑟·苏尔茨伯格（Arthur Sulzberger）的表兄大卫·科恩（David Cohen）也宣布他将在 2010 年退休并离开董事会。科恩被 41 岁的心理医生卡罗琳·格林斯蓬（Carolyn Greenspon）替代，而她唯一的报纸和商业资历是她是奥齐—舒尔兹伯格家族第五代成员。

该报纸制定的股票分级方案据称是为了保护其社评的正直性。但这与吸引读者无关，《纽约时报》与大部分印刷媒体一样，现在都处于极度困难之中。在被对冲基金攻击后，该报似乎终于意识到了它的危险处境，并开始削减成本。《纽约时报》宣布新闻室裁员 100 人，这让其员工大吃一惊，且这一举动在一段时间内受到了抵制。该报预计 2009 年这些成本节约措施将实现

2.3亿美元的节约。但收入在继续下降，2008年11月，该报被迫将季度分红削减74%。这笔分红是奥齐—舒尔兹伯格家族的主要收入来源，在削减分红前每年为该家族带来大约2500万美元的收入。

2008年12月，纽约时报公司披露它正借款2.25亿美元，以其在曼哈顿的总部大楼作抵押，后来它将之转换为一个出售返租交易，而这一点点金融工程的运用为它提供了必需的营运资本。未来几年该报将有大约10亿美元的债务到期，它迫切需要现金。该公司与墨西哥大亨卡洛斯·斯利姆协商，以说服后者为该公司注资2.5亿美元。此外，该公司还宣布它计划出售波士顿红袜队（Boston Red Sox）的权益，此前公司刚刚宣布2008年第四季度的盈利下降了48%，且公司在2008年2月19日完全暂停分红。公司同时还宣布裁员并威胁要出售或关闭它旗下的《波士顿环球报》（*Boston Globe*），除非后者能够削减成本。然而形势在继续恶化，2009年第一季度亏损了7450万美元，虽然第二季度出现了短暂的扭亏，并实现2330万美元的微薄利润，但公司在第三季度继续亏损并宣布新闻室再裁员100人。非工会员工被告知公司将不会再为他们缴纳养老金，取而代之，这些员工将获得更低成本的401（k）缴费。此外，纽约时报新闻部被搬往佛罗里达州的一处非工会设施以节约成本。

到处讨伐别人的《纽约时报》高管在破产命运轮到他们自己的报纸时是否还有丰厚的报酬呢？根据证交会的备案资料，纽约时报公司首席执行官兼总裁珍妮特·罗宾逊（Janet L. Robinson）在2006—2008年获得了超过1400万美元的总薪酬，包括2008年公司濒临破产之际加薪的140万美元。公司总经理斯科特·希金·卡内迪（Scott Heekin - Canedy）同期获得近600万美元的收入。董事会副主席迈克尔·高登（Michael Golden）获得了近500万美元。言辞犀利的《波士顿环球报》的出版人史蒂芬·安斯利（P. Steven Ainsley）在2007年和2008年两年里获得了400多万美元。2006—2008年，董事会主席兼《纽约时报》出版人小亚瑟·苏尔茨伯格（Arthur Sulzberger, Jr.）确实将其薪酬下调了近一半，从每年430万美元降至240万美元，但在这三年期间他仍领取了超过1000万美元。这让他仍然远远高于四口之家年收入2.2万美元的联邦贫困线，也远远高于5万美元的家庭年收入中间值。苏尔茨伯格

的薪酬包甚至超过了收入最高的学校教师，后者的最高年收入约为7.6万美元。假设他全职工作，苏尔茨伯格每小时将挣得2000美元，远远高于7.25美元的最低时薪。控制该报纸的家族也确保了利用裙带关系的机会。苏尔茨伯格的儿子亚瑟·苏尔茨伯格（A. G. Sulzberger）在《纽约时报》当记者，老苏尔茨伯格的侄子山姆·多尼克（Sam Dolnick）在2009年下半年被聘用为该报记者，尽管当时新闻室已经决定裁员100人，其中包括多名记者。苏尔茨伯格的儿子也躲过了裁员。苏尔茨伯格的另一位侄子大卫·佩尔比奇（David Perpich）在2010年3月被招聘为《纽约时报》网络服务执行总监。

《华尔街日报》也面临攻击。2007年5月，控制道琼斯公司并发行《华尔街日报》100多年的班克罗夫（Bancroft）家族发现，家族遭到了来自鲁伯特·默多克新闻集团的53亿美元的敌意收购。在经过多月掰手腕后，该家族同意将控股权卖给默多克。公司治理“讨厌鬼”伊芙琳·戴维斯出席了出售公司的股东大会，她几十年来出席了上千次股东大会，在会中质疑管理层的决定。与大部分涉及上市公司的业务交易一样，这里有一点内幕交易。道琼斯董事会成员李国宝（David Li）以及他向之泄露新闻集团报价的两个人同意支付2400万美元以和解证交会提出的内幕交易指控。被告通过交易获利800万美元。

为了诱使班克罗夫家族出售该报，默多克同意成立一个特别委员会来监督《华尔街日报》的社评，确保延续其社评正直性和独立性。尽管如此，默多克很快更换了道琼斯公司的多位高管，包括出版人戈登·科洛维茨（L. Gordon Crovitz）。2008年4月21日，《华尔街日报》引入了新的自由派专栏作家托马斯·弗兰克（Thomas Frank），负责其社评页面，这明显是为了模仿福克斯新闻有线频道的“公正平衡”方法 。显然，这种新的社评工作也复制了福克斯新闻“哈尼特—柯尔梅”（Hannity & Colmes）节目采用的方法，即一位自由派评论员表现得有点白痴。在此方面，托马斯的第一篇社评指出：“我们时代的标志性政治事实，是财阀统治取代了我们的中产阶级共和国。”然后，弗兰克又提出有点荒诞的方案，表示如果“有助于为这片土地恢复一点

我儿时的气息”，他愿意将他之前的所有观点都扔到密歇根湖[①]。弗兰克还希望政治候选人对财富进行再分配，但对读者而言不幸的是，他并未点名任何一个令人畏惧的财阀，也没有描述他们是如何将这种该死的威胁带到美国的。例如，沃伦·巴菲特和比尔·盖茨等人给共和国带来了哪些威胁?

社评内容的新花样以及报纸格式的一些喜剧性改变，并未挽救《华尔街日报》的发行量。次贷危机期间，新闻集团也受到市场下跌的沉重打击。到2008 年 12 月，它损失了大约 800 亿美元的市值，当年的股价从 21.43 美元暴跌至 9.31 美元。公司宣布 2008 年第四季度亏损 64 亿美元。

论坛报业公司也发生着蜕变。《芝加哥论坛报》（*Chicago Tribune*）1847 年在芝加哥创立，并在 20 世纪发展成为一家全国性的报纸和广播公司。报纸的控制权一直保持在约瑟夫·梅迪尔（Joseph Medill）家族手中，后来转让给富兰克林·罗斯福政府里的刺头、保守派出版人罗伯特·麦考米克（Robert R. McCormick）。论坛报业公司于 1983 年首次公开发行股票上市。2000 年，它与时代明镜公司合并，交易金额为 83 亿美元，从而成为传媒巨头。2007 年12 月，芝加哥投资者山姆·泽尔（Sam Zell）通过耗资 82 亿美元的杠杆收购将公司私有化，但为公司留下了 128 亿美元的债务。

后来，泽尔试图对不同业务单位的业务实践进行一些合理化改造，包括收入正在下降的超自由主义《洛杉矶时报》。但这一努力并未得到该报的良好响应，在被下令裁减人员时，编辑们纷纷逃避并被更换（不止一次），给这家已经饱受批评的报纸带来大量负面公众影响。短短几个月内，泽尔就裁掉了大约 400 名员工，但因为公司承担的巨额债务以及收入的持续下滑，他的压力很大。

2008 年 7 月，《洛杉矶时报》宣布再次大举裁减新闻室员工，出版人大卫·席勒（David Hiller）辞职。经过这些裁员后，这家报纸剩余的员工仅占十年前的一半左右。但成本节约的力度仍然不够，最终论坛报业公司在 2008 年 12 月申请破产。虽然它试图变卖一些资产，包括芝加哥小熊队所在的瑞格

---

① 参见 Thomas Frank, “Obama's Touch of Class”，《华尔街日报》，2008 年 4 月 21 日，A17 版。

利球场，但在伊利诺伊州州长罗德·布拉戈耶维奇被捕并被指控试图强迫《芝加哥论坛报》解雇批评该州协助出售该棒球场的编辑后，这项交易陷入丑闻。

作为《纽约时报》的主要竞争对手，《华盛顿邮报》是另一家陷入危机的家族控制报纸和电视帝国。该报以调查报告闻名。华盛顿邮报公司的印刷媒体和地方电视收入一直是公司的主要收入来源，但目前都在下滑。公司管理层希望进军多元化的领域，例如投资教育企业卡普兰公司。虽然管理层将注意力放在该业务上，且无视不断下滑的报纸和电视业务，但 2004—2008 年，它的股价仍下跌了 42%。

由于亟须提高收入，公司高管查尔斯·佩尔敦（Charles Pelton）向游说者和行业团体的代表发出广告，推销与《华盛顿邮报》出版人凯瑟琳·韦慕思（Katharine Weymouth）以及《华盛顿邮报》编辑和记者的见面会，还邀请了政府官员，参加者将被收取每人 2.5 美元起的费用。2009 年 7 月，当这一计划被公开后，在媒体中掀起了轩然大波，它被认为是愚蠢的以权谋利。面对批评，该计划很快被取消，佩尔敦也引咎辞职。一段时期后，华盛顿邮报公司以 1 美元加承担 7000 万美元负债的价格将曾经畅销的《新闻周刊》杂志出售。

华盛顿邮报公司由格拉汉姆（Graham）家族控制，该家族持有公司的 A 类股。这些股份的持有人有权选举公司董事会过半数董事，从而使其处于家族的控制之下。2008 年，该家族希望鱼与熊掌兼而得之，即将他们的部分股权出售变现，并同时保持控制权。多数家庭成员投票赞成将 25% 的 A 类股，按相同的数量转换为可在公开市场销售的 B 类股，从而募集资金满足各种家族的义务。但报纸的公众股东被告知这次转换不影响公司的控制权。

结　论

安然丑闻已经深深嵌入我们社会的集体心灵中，它不仅是许多著作和电视节目的主题，甚至在八年后的2009年，还成为伦敦一场音乐剧的焦点，该剧以杰弗里·斯基林的示众结尾，尽管2010年在百老汇上演时，它匆忙而来，又迅疾而去。安然时代的丑闻其实是一个很好的舞台，本应对鼓励高管参与这种大规模会计舞弊的金融体系漏洞进行仔细检讨，可惜从未有人进行；相反，政府只是条件反射般通过立法，提起未经大脑的诉讼，哗众取宠，制造头条，其实毫无作用，浪费公款。政府以漫长的刑期而不是深思熟虑的方法去纠正那些放任并事实上鼓励会计舞弊的监管制度漏洞。

公司改革派开足马力，要求进行过去毫无效果、未来也不会奏效的公司改革。例如，增加独立董事的比例基本上没有作用。当然，有几个独立董事可以为董事会增加平衡、非情绪化的判断。但绝大多数的独立董事没起到作用，反而由于管理层控制了信息流，非常容易被管理层操纵，分隔董事会主席与首席执行官的职能也同样如此。当然，增加工会选择的董事也不会提高公司效率。

讽刺的是，安然时代丑闻的根源，竟然是公司改革派对通过股票期权来统一股东与管理层利益的坚持要求。这种改革，加上证交会的季度财务报表要求，让管理层不得不满足每个季度分析师们的预期，这种压力无法抵御。如果不满足预期，公司股价将会暴跌，高管们就无法取得他们预计通过期权授予赚得的数百万美元。证交会的规则也限制了分析师们深挖公司真实情况

的能力，证交会的 FD 条例不允许他们单独拜访高管，或进行自己的调查；相反，留给分析师们的只是公司编制的季度报告和公司的新闻发布稿，导致分析师们放弃分析，纯粹沦为公司的承销商。

证交会的充分披露制度也未能预防或发现安然时代的丑闻。在纽约州检察长艾略特·斯皮策对华尔街挥舞大棒、对证交会指着鼻子的时候，它只能绝望地站在一旁。证交会试图用不必要的且充满争议的监管来应对丑闻，即规定共同基金董事会的董事人数，并要求对冲基金登记注册。在上诉法院驳回这两项改革时，该委员会只剩下极度的尴尬。证交会的高管薪酬充分披露要求也适得其反，这些要求并没有能够遏制滥权，反而鼓励了高管不断增加薪酬。

但证交会从不吸取教训，面对次贷危机它再次惨败，发现不了次级贷款投资对它所监管机构的任何问题或危险。它在危机期间完全无能，大投资银行接二连三地倒闭。每次遇到挫败，证交会的回应都是手忙脚乱的执法，作为挽救它不断恶化声誉的稻草。然而，除了向公司收取巨额罚款、大肆抽取公司资金外，这些执法毫无作用，唯一受损的是股东。

证交会的充分披露模式存在致命缺陷，迫切需要改革，包括废除基于联邦证券法律，仅对提出诉讼的律师以及作为首席原告的工会养老基金有利的集体诉讼。金融体系从 1934 年证交会成立以来已经发生了天翻地覆的变化，对冲基金、私募股权投资、主权财富基金、风险资本，以及电子交易都使得证交会以前设计的监管模式不再适用。

20 世纪 30 年代，市场以个人投资者为主，但今天他们的作用很小。面对这一变化，证交会应当转变为一家金融服务监管机构，但它并未这样做；相反，证交会继续将自己视为一个简单的执法机构，根据报纸的报道或突然出现的内幕交易案件来起诉，然而这些行动对减少内幕交易毫无作用。证交会监管模式的瑕疵在次贷危机期间变得更加明显。关于次贷危机，我们将在下一卷详细阐述。

参考文献

《华尔街日报》《纽约时报》和《金融时报》（伦敦）是金融市场资讯的主要来源，包括市场的重大事件、数据、起诉、判决和其他实时消息。不计其数的政府、公司和其他网站也提供了大量信息。由于空间有限，在此无法详细列示成千上万被引用过的文章或网站，但可以通过搜索 LEXIS - NEXIS 或者谷歌网站来进行查询。以下书目包含了部分其他参考内容：

Abood v. Detroit Board of Education, 431 U. S. 209（1977）.

Abrahamson v. Fleschner, 568 F. 2d 862（2d Cir. 1977）.

Adams, James Ring. *The Big Fix: Inside the S&L Scandal: How an Unholy Alliance of Politics and Money Destroyed America's Banking System.* New York: John Wiley & Sons, 1990.

Agreement Among PWG and U. S. Agency Principals on Principles and Guidelines Regarding Private Pools of Capital（February 22, 2007）.

Ahamed, Liaquat. *Lord of Finance: The Bankers Who Broke the World.* New York: Penguin, 2009.

American Bank & Trust Co. v. Federal Reserve Bank of Atlanta, 262 U. S. 643（1923）.

American Federation of State, County & Municipal Employees, Employees Pension Plan v. American International Group, Inc., 462 F. 3d 121（2d Cir. 2006）.

Anders, George. *Perfect Enough: Carly Fiorina and the Reinvention of Hewlett - Packard.* New York: Portfolio, 2003.

Anderson, Jenny. "Bank Leases to Hedge Funds Are Questioned." *New York*

Times, January 2, 2007.

Arthur Andersen LLP v. United States, 544 U. S. 696 (2005) .

Bacon, Kenneth H. "As Deposit Insurance Dwindles, FDIC Wonders If It Should Start Running the Banks It Seizes." *Wall Street Journal*, December 31, 1990.

Baker, James A. , Ⅲ, and Steve Fiffer. *Work Hard, Study. . . and Keep Out of Politics*! New York: G. P. Putnam's Sons, 2006.

Bank for International Settlements (BIS) . Committee on the Global Financial System Working Group on Collateral. "Collateral in Wholesale Financial Markets: Recent Trends, Risk Management and Market Dynamics." March 2001.

——. Committee on Payment and Settlement Systems. "Core Principles for Systemically Important Payment Systems." January 2001.

——. Committee on Payment and Settlement Systems and Technical Committee of the International Organization of Securities Conunissions. "Recommendations for Central Counterparties, Consultative Report." March 2004.

——. Committee on Payment and Settlement Systems of the Central Banks of the Group of 10 Countries. "Cross – Border Securities Settlements." March 1995.

——. "Cross – Border Collateral Arrangements." January 2006.

——. "Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems." September 1992.

——. "New Developments in Large – Value Payment Systems." May 2005.

——. "Progress in Reducing Foreign Exchange Settlement Risk." May 2008.

Barbash, Tom. *On Top of the World*. New York: HarperCollins, 2003.

Barboza, David. "In Chicago's Trading Pits, This May Be the Final Generation." *New York Times*, August 6, 2000.

Barrionuevo, Alexei, and Kurt Eichenwald. "The Enron Case That Almost Wasn't." *New York Times*, June 4, 2006.

Banke, Richard W. "Fannie Mae and the Secondary Mortgage Market."

Northwestern University Law Review 66 (1971): 1.

Baruch, Hurd. *Wall Street Security Risk.* Washington, DC: Acropolis Books, 1971.

Basel Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices. "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards." 1988.

Bd. of Trade v. Christie Grain & Stock Co., 198 U. S. 236 (1905), pp. 249 – 50.

Beard, Patricia. *Blue Blood and Mutiny, The Fight for the Soul of Morgan Stanley.* New York: William Morrow, 2007.

Bebchuk, Lucian Arye, and Yaniv Grinstein. "The Growth of Executive Pay." *Oxford Review of Economic Policy* 21 (2005): 283.

Beisner, Robert L. Dean Acheson. *A Life in the Cold War.* New York: Oxford University Press, 2006.

Benedict, Murray R. *Farm Policies of the United States*, 1970 – 1950. New York: Twentieth Century Fund, 1953.

Berger v. United States, 295 U. S. (1935), pp. 78, 88.

Bergman, Hannah. "Spitzer: OCC Is Blocking N. Y's Probe of Lenders." *American Banker*, May 19, 2005.

Berle, Adolf A., Jr., and Gardiner C. Means. *The Modem Corporation and Private Property.* Reprint. New York: Harcourt Brace World, 1968.

Berman, Andrew R. "Once a Mortgage, Always a Mortgage – B the Use (and Misuse of) Mezzanine Loans and a Preferred Equity Investments." *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 11 (2005): 76.

Bemanke, Ben S. "Financial Regulation and the Invisible Hand." Remarks delivered at the New York University Law School, New York, April 11, 2007.

Bhagat, Sanjai, and Bernard Black. "The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance." *Business Law* 54 (1999): 921, 923, 946.

Black, Conrad. *Franklin Delano Roosevelt, Champion of Freedom.* New York: PublicAffairs, 2003.

——. *A Life in Full, Richard M. Nixon.* New York: PublicAffairs, 2007.

Bloomberg, Michael R., and Charles E. Schumer. "Sustaining New York's and the US Global Financial Services Leadership." January2007, available http://apostille. us/news/bloombergschumer_ report_ ny_ in_ danger_ of_ losing_ status_ as_ world_ financial_ center_ within_ 10_ years_ without_ major_ shift _ in_ regulation_ and_ policy. shtml.

Blustein, Paul. *The Chastening.* New York: PublicAffairs, 2001.

Board of Trade Clearing Corporation v. United States, 1978 U. S. Dist. LEXIS 20220 (D. D. C. 1978), p. 2.

Bocrnd of Trade of the City of Chicago v. SEC, 923 F. 2d 1270 (7th Cir. 1991).

Bosworth, Barry P., et al. *The Economics of Federal Credit Programs.* Washington, DC: Brookings Institution Press, 1987.

Bower, Tom. *Outrageous Fortune: The Rise and Ruin of Conrad and Lady Black.* New York: HarperCollins, 2006.

Brandeis, Louis. *Other People's Money and How the Bankers Use It.* New York: Fredrick A. Stokes, 1914.

Bratt, Rachel G., et al. *Critical Perspectives on Housing.* Philadelphia: Temple University Press, 1986.

Brehm v. Eisner, 2006 Del. LEXIS 307 (Del. 2006).

Brewster, Mike. *Unaccountable: How the Accounting Profession Forfeited a Public Trust.* Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 2003.

Broome, Lissa L., and Jerry W. Markham. "Banking and Insurance: Before and After the Gramm - Leach - Bliley Act." *Iowa Journal of Corporation Law* 25 (2000): 723.

——. *Regulation of Banking Financial Service Activities, Cases and Materials.*

Rochester, MN: West Group, 2008.

Bruner, Robert F., and Sean D. Carr. *The Panic of* 1907, *Lessons Learned from the Marker's Perfect Storm.* New York: John Wiley & Sons, 2007.

Burkart, Ann M. "Lenders and Land." *Missouri Law Review* 64 (1999): 249.

Butkiewicz, James L. "The Impact of a Lender of Last Resort During the Great Depression: The Case of the Reconstruction Finance Corporation." *Exploration in Economic History*32 (1995): 197 – 216.

Byron, Christopher. *Martha Inc.* New York: John Wiley and Sons, 2002.

Calavita, Kitty, Henry N. Pontell, and Robert H. Tillman. *Big Money Crime: Fraud and Politics in the Savings and Loan Crisis.* Berkeley: University of California Press, 1997.

Gannadine, David. *Mellon: An American Life.* New York: Vintage Books, 2006.

Carron, Andrew S. *The Plight of the Thrift Institutions.* Washington, DC: Brookings Institution Press, 1982.

Carrozzo, Peter M. "Marketing the American Mortgage: The Emergency Home Finance Act 1970, Standardization and the Secondary Market Revolution." *Real Estate Propeity Problems & Trial Journal* 39 (2004 – 2005): 765.

Cassidy, John. *Dot. com: The Greatest Story Ever Sold.* New York: HarperCollins, 2002.

CBOT v. SEC, 677 F. 2d 1137 (7th Cir. 1982), *vacated as moot*, 459 U. S. 1026 (1983).

Certain Activities of Options Exchanges, In re, 2000 WL1277616 (SEC 2000) (parallel charges by SEC).

CFTC. "Commodity and Equities: A Market of One?" December 19, 2007.

——. "Market. Growth Trader Participation and Pricing in Energy Futures Markets." Com. Fut. L. Rep. (CCH) ¶30, 451 (CFTC 2007).

——. Staff Report on Commodity Swap Dealers and Index Traders with Commission Recommendations. September 2008.

CFTC v. Amaranth Advisors, LLC, 2007 U. S. Dist. LEXIS 80978 (S. D. N. Y. 2007).

CFTC v. Delay, 2006 WL 3359076 (D. Neb. 2006).

CFTC v. Dunn, 519 U. S. 465 (1997).

CFTC v. Enron Corp., Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶29, 811 (S. D. Tex. 2004).

CFTC v. Savage, 611 F. 2d 2d 270 (9th Cir. 1979).

CFTC v. Zelener, 373 F. 3d 861 (7th Cir. 2004).

Chemow, Barbara Ann. *Robert Morris.* New York: Arno Press, 1978.

Chicago Board of Trade. *Commodity Trading Manual.* Chicago, 1982.

Chicago Board of Trade v. Olsen, 262 U. S. 839 (1923).

Clearstream International. "Cross – Border Equity Trading, Clearing & Settlement in Europe." White Paper, 2002.

CME v. SEC, 883 F. 2d 537 (7th Cir. 1989), *cert, denied sub nom.*

Cole, Benjamin Mark. *The Pied Pipers of Wall Street.* Princeton: Bloomberg Press, 2001.

Committee on Capital Markets Regulation. "The Competitive Position of the U. S. Public Equity Markets." December 4, 2007.

Coons, Alvin E., and Bert T. Glaxe. *Housing Market Analysis and the Growth of Home Ownership.* Columbus: Ohio State University Press, 1963.

Covington, Howard E., Jr., and Marion A. Ellis. *The Story of NationsBank: Changing the Face of American Banking.* Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1993.

Cronin, Mary J., ed. *Banking and Finance on the Internet.* New York: John Wiley and Sons, 1998.

CSX Corp. v. The Children's Investment Fund Management (UK) LLP, 2008

U. S. Dist. LEXIS 46039 (S. D. N. Y. 2008).

Dabit v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc., 395 F. 3d 25 (2d Cir. 2005).

Dash, Eric. "Compensation Experts Offer Ways to Help Curb Executive Salaries." *New York Times*, December 30, 2006.

——. "Congress Is Urged to Hold Off Acting on Options and Pay." *New York Times*, September 7, 2006.

——. "Merrill Lynch Sells a $5 Billion Stake to a Singapore Firm." *New York Times*, December 25, 2007.

Davidoff, Steven. "Black Market Capital." *Columbia Business Law Revies* (2008): 172, 176.

Davis, Bob. "Wanted: SWFs' Money Sans Politics." *Wall Street Journal*, December 20, 2007.

Davis, Lennard J. "Constructing Normalcy: The Bell Curve, the Novel, and the Invention of the Disabled Body in the Nineteenth Century." *Disability Studies Reader, Second Edition* (2006): 6.

Day, Kathleen. *S&L Hell the People and the Politics Behind the* $1 *Trillion Savings and Loan Scandal.* New York: W. W. Norton, 1993.

Deangelis, John A. "Riches Do Not Last Forever: Real Estate Investment by National Banks." *University of Illinois Law Review* (1991): 777.

Dillon, Patrick, and Carl M. Cannon. *Circle of Greed.* New York: Crown Publishing Group, 2010.

Drucker, Jesse, and MarkMaremont. "CEOs of Bailed – Out Banks Flew to Resorts on Firm Jets." *Wall Street Journal*, June 19, 2009.

Duhigg, Charles. "Can Private Equity Build a Public Face?" *New York Times*, December 24, 2006.

Duming, Danny W. *Mortgage Revenues Bonds, Housing Markets, Home Buyers and Public Policy.* Boston: Kluwer Academic, 1992.

Eichenwald, Kurt. *Conspiracy of Fools: A True Story.* New York: Broadway Books, 2005.

Erchler, Ned. *The Thrift Debacle.* Berkeley: University of California Press, 1989.

Elkind, Peter. *Rough Justice: The Rise and Fall of Eliot Spitzer.* New York: Penguin Group, 2010.

Ellickson, Robert C. Mason. "Ancient Land Law: Mesopotamia, Egypt, Israel." *Chicago - Kent Law Review* 71 (1995): 321.

Ellis, Charles D. *The Partnership: The Making of Goldman Sachs.* New York: Penguin, 2008.

Ely, James W., Jr. *The Guardian of Every Other Right, A Constitutional History of Property Rights.* Oxford: Oxford University Press, 2008.

Endlich, Lisa. *Goldman Sachs: The Culture of Success.* New York: Alfred K. Knopf, 1999.

——. *Optical Illusions: Lucent and the Crash of Telecom.* New York: Simon and Schuster, 2004.

Enron Corp., In re, 2003 U. S. Dist. LEXIS 7632 (S. D. Texas).

Ervin, Susan C. "Letting Go: The CFTC Rethinks Managed Futures Regulation." *Futures & Derivatives Law Report* 24 (2004): 1.

Fabritius, M. Manfred, and William Borges. *Saving the Savings and Loan: The U. S. Thrift Industry and the Texas Experience*, 1950 - 1988. New York: Praeger, 1989.

Fannie Mae. *Housing Matters: Issues in American Housing Policy.* Washington, DC, 2004.

Farrell, Greg. "The Enron Whistle - Blower Who Wasn't." *USA Today*, October 12, 2007.

Federal Housing Administration. *The FHA Story in Summary* (1934 - 1959). Washington, DC, 1959.

Federal Trade Commission. "Report on the Grain Trade." 1921.

FERC. "Price Manipulation in Western Markets," Staff Report, Doc. No. PA02 – 2 – 000. March 26, 2003.

Ferguson, Niall. *The Ascent of Money: A Financial History of the World.* New York: Penguin, 2008.

Final Report of the Select Committee to Investigate Bondholder Reorganizations. Washington, DC: U. S. Government Printing Office, May 16, 1938.

Financial Planning Association v. SEC, 482 F. 3d 481 (D. C. Cir. 2007).

Financial Services Roundtable. "The Blueprint for U. S. Financial Competitiveness" (Introductory Message). 2007.

First National Bank of Bellaire v. Comptroller of the Currency, 697 F. 2d 674 (5th Cir. 1983).

Fischel, Daniel. *Payback: The Conspiracy to Destroy Michael Milken and His Financial Revolution.* New York: HarperBusiness, 1995.

Flanagan, William G. *Dirty Rotten CEOs: How Business Leaders Are Fleecing America.* New York: Citadel Press, 2004.

Fox, Loren. *Enron: The Rise and Fall.* Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 2003.

Fraser – Sampson, Guy. *Private Equity as an Asset Class.* New York: John Wiley and Sons, 2007.

Freidel, Frank. *Franklin D. Rooseveltf, A Rendezvous with Destiny.* Boston: Little, Brown, 1990.

GAO. "Commodity Futures Trading Commission: Trends in Energy Derivatives Markets Raise Questions About CFTC's Oversight." October 19, 2007.

Gasparino, Charles. *Blood on the Street.* New York: Free Press, 2005.

——. *King of the Club: Richard Grasso and the Survival of the New York Stock Exchange.* New York: Collins, 2007.

Giovannini Group. *Cross – Border Clearing and Settlement Arrangements in the*

European Union. November 2001.

Gilder, George. *Telecosm*. New York: Free Press, 2000.

Gilson, Ronald J. "Engineering a Venture Capital Market: Lessons Learned from the American Experience." *Stanford Law Review* 55 (2003): 1067.

Goldstein v. SEC, 451 F. 3d 873 (D. C. Cir. 2006).

Gompers, Paul A. "The Rise and Fall of Venture Capital." Newcomen Prize Essay. Graduate School of Business, University of Chicago, 1994.

Grant, James. *Mr. Market Miscalculates, The Bubble Years and Beyond*. Mount Jackson, VA: AXIOS Press, 2008.

Grebler, Leo, et al. *Capital Formation and Residential Real Estate, Trends and Prospects*. New York: National Bureau of Economic Research, 1956.

Gredd v. *Bear Steams Securities Corp*. (S. D. N. Y. December 17, 2007).

Greenspan, Alan. Remarks delivered before the Futures Industry Annual Conference, Boca Raton, Florida, March 14, 2007, reprinted in *Commodity Futures Law Reporter*, no. 782, March 23, 2007.

Greider, William. *Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country*. London: Simon and Schuster, 1987.

Guerrera, Francesco. "Welch Condemns Share Price Focus." *Financial Times*, March 13, 2009.

Hamilton, Robert W. "Corporate Governance in America 1950 - 2000: Major Changes But Uncertain Benefits." *Iowa Journal of Corporate Law* 25 (2000): 349.

Hays, Kristen. "Law Firm Seeks $688 Million for Enron Work; Request to Be Taken Up at February Hearing." *Houston Chronicle*, January 8, 2008.

Hector, Gary. *Breaking the Bank: The Decline of BankAmerica*. Boston: Little, Brown, 1988.

Heller v. Boylan, 29 N. Y. S. 2d 653, 669 (Sup.), *aff'd*, 32 N. Y. S. 2d 131 (App. Div. 1st Dept. 1941).

Hill v. Wallace, 259 U. S. 44 (1922).

Horn, Frederick F., and Victor W. Farah. *Trading in Commodity Futures.* New York: New York Institute of Finance, 1979.

Hsu, David. "Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946 – 1973." Wharton School Working Paper no. 163. December 2004.

Hubbard v. Lowe, 226 F. 135 (S. D. N. Y. 1915).

Hunter v. Federal Energy Regulatory Commission, Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶30, 744 (D. D. C. 2007).

Hurdle, Steven E., Jr. "A Blow to Public Investing: Reforming the System of Private Equity Fund Disclosures." *UCLA Law Review* 53 (2005): 239.

Interagency Task Force on Commodity Markets. "Interim Report on Crude Oil." July7, 2008.

Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation. November 30, 2006.

Investment Company Institute v. SEC, 496 U. S. 936 (1990).

Jackson, Tim. *Inside Intel: Andy Grove and the Rise of the World's Most Powerful Chip Company.* New York: Dutton, 1997.

Jeter, Lynne W. *Disconnected: Deceit and Betrayal at WorldCom.* Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 2003.

Johnson, Jo, and Martine Orange. *The Man Who Tried to Buy the World: Jean – Marie Messier and Vivendi Universal.* New York: Portfolio, 2003.

Joint Audit Committee Operating Agreement. *Commodity Futures Law Reporter* (CCH) ¶30, 908 (September 11, 2008).

Kahaner, Larry. *On the Line.* New York: Warner Books, 1986.

Karmel, Roberta. *Regulation by Prosecution: Securities and Exchange Commission Versus Corporate America.* New York, Simon & Schuster, 1982.

Karmel, Roberta S. "Regulation by Exemption: The Changing Definition of Accredited Inves – tor." *Rutgers Law Journal* 39 (2008): 681.

Keller, Morton. *The Life Insurance Enterprise*, 1885 – 1910. Cambridge, MA: Belknap Press, 1963.

Kemmerer, Donald L. "The Colonial Loan Office System in New Jersey." *Journal of Political Economy* 47 (December 1939): 867

——. "Tie Colonial Loan Office System in New Jersey." 74th Proceeding of the New Jersey Historical Society, April 1956.

Kennedy, David M. *Freedom from Fear: The American People in Depression and War*, 1929 – 1945. New York: Oxford University Press, 1999.

Kindleberger, Charles P. *The World in Depression*, 1929 – 1939. Berkeley: University of California Press, 1973.

Klaman, Joseph L. *The Postwar Residential Mortgage Market.* Princeton: National Bureau of Economic Research, 1961.

Leuchtenburg, William E. *Franklin D. Roosevelt and the New Deal.* New York: Harper & Row, 1965.

Levitt, Arthur. "The Future of Our Markets: Dynamic Markets, Timeless Principles." *Columbia Business Law Review* 1 (2000):

——. *Take on the Street: What Wall Street and Corporate America Don't Want You to Know.* New York: Pantheon, 2004.

Lichtblau, Eric. "In Justice Shift, Corporate Deals Replace Trials." *New York Times*, April 9, 2008.

Lilienthal, David, and Robert H. Marquis. "The Conduct of Business Enterprises by the Federal Government." *Harvard Law Review* 54 (1941): 545.

Listokin, David. "Federal Housing Policy and Preservation: Historical Evolution, Patterns and Implications." *Housing Policy Debate* 2 (1991): 152.

Long, Robert Emmet, ed. *Banking Scandals: The S&LS and BCCL* New York: H. W. Wilson, 1993.

"Loose Talk, What Stars Said This Week." *US Magazine*, June 8, 2009.

Louisville Joint Stock Land Bank v. Radford, 295 U. S. 555 (1935).

Lowenfels, Lewis D. , and Alan R. Bromberg. "SEC Actions Against Lawyers Post Sarbanes – Oxley: A Reasoned Approach or an Assault Upon the Practicing Bar." *Securities and Regulation Law Report* 41 (2009): 1739.

Lowenstein, Roger. *Buffett: The Making of an American Capitalist.* New York: Random House, 2005.

——. *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long – Term Capital Management.* New York: Random House, 2000.

Lowy, Martin. *High Rollers: Inside the Savings and Loan Debacle.* New York: Praeger, 1991.

Lublin, Joann. "A Quiet Response to 'Say – On – Pay' Measures." *Wall Street Journal*, May 18, 2009.

Lublin, Joann, and ScottThurm. "Behind Soaring Executive Pay, Decades of Failed Restraints." *Wall Street Journal*, October 12, 2006.

Malik, Om. *Broadbandits.* Hoboken, NJ: John Wiley and Sons, 2003.

Mallaby, Sebastian. *The World's Banker.* New York: Penguin, 2004.

Manhattan Investment Ltd. , In re, 2007 WL 4440360 (S. D. N. Y. 2007) .

Markham, Jerry. "Glass – Steagall v. Gramm – Leach – Bliley—A Test Match on the Bankers." *University of Pennsylvania Law and Business Journal* 4 (2010) 12.

——. "Excessive Executive Compensation—Why Bother?" *Maryland Journal of Business & Technology Law* 2 (2008): 1001.

——. "How the Feds Stacked the Deck Against Enron." *Chicago Sun Times*, May 7, 2006.

——. "The Manipulation of Commodity Futures Prices — The Unprosecutable Crime." *Yale Journal on Regulation* 8 (1991): 281.

——. "Mutual Fund Scandals—A Comparative Analysis of the Role of Corporate Governance in the Regulation of Collective Investments." *Hastings Business Law Journal* 3 (2006): 67.

Markham, Jerry, and Daniel Harty. "For Whom the Bell Tolls: The Demise of Exchange Trading Floors and the Growth of ECNS." *Journal of Corporate Law* 33 (2008) 865.

Markham, Jerry, and Lawrence Hunt. "The California Energy Crisis—Enron's Gaming of Governor Gray's Imperfect Market." *Futures and Derivatives Law Report* 24 (2004): 1.

Marshall, John F., and Michael E. Ellis. *Investment Banking and Brokerage.* New York: McGraw - Hill, 1993.

Marshall, Matt. *The Bank.* London: Random House, 1999.

Martin, Dick. *Tough Calls.* New York: AMACOM, 2005.

Martin, William McChesney, Jr. *The Securities Markets* 3. New York: New York Stock Exchange, 1971.

Mason, Christopher. *The Art of the Steal.* New York: G. P. Putnam's Sons, 2004.

Mason, David L. *From Buildings and Loans to Bail - Outs: A History of the American Savings and Loan Industry*, 1831 - 1995. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

Mason, Joseph R. "Do Lender of Last Resort Policies Matter? The Effects of Reconstruction Finance Corporation Assistance to Banks During the Great Depression." *Journal of Financial Services Research* 20 (2001): 77 - 95.

Masters, Brooke A. *Spoiling for a Fight.* New York: Henry Holt, 2006.

Mayer, Martin. *The Greatest - Ever Bank Robbery: The Collapse of the Savings and Loan Industry.* "New York: Charles Scribner's Sons, 1990.

McElvaine, Robert S. *Great Depression, America*, 1929 - 1941. New York: Times Books, 1961.

McGinn, Daniel. *House Lust: America's Obsession with Our Homes.* New York: Doubleday, 2008.

McLean, Bethany, and Peter Elkind. *The Smartest Guys in the Room: The*

Amazing Rise and Scandalous Fall of Enron. New York: Portfolio, 2003.

McNish, Jacquie, and Sinclair Stewart. *The Fall of Conrad Black.* New York: Overlook Press, 2004.

Melamed, Leo. "Futures Markets in the Digital Century." Address delivered before the Derivatives and Risk Expo, New York, May 11 – 12, 1999.

——. "The Mechanics of a Commodity Futures Exchange: A Critique of Automation of the Transaction Process." *Hofstra Law Review* 6 (1977): 149.

Meltzer, Allan H. *The History of the Federal Reserve.* Chicago: University of Chicago Press, 2003.

Michaelson, Adam. *The Foreclosure of America.* New York: Berkley Books, 2009.

MMas, In re, Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶30, 818 (CFTC 2008).

Molinari, Steven L., and NelsonKibler. "Broker – Dealers' Financial Responsibility Under the Uniform Net Capital Rule—A Case for Liquidity." *Georgetown Law Review* 72 (1983): 1.

Monnin, Paul N., and Joseph Burby. "Off the Chart: The U. S. Sentencing Guidelines Become Increasingly Irrelevant in the Wake of the Market Meltdown." *Securities Regulation and Law Reporter* 41 (2009): 821.

Morgan, Sue, et al. *Executive Compensation Disclosure Handbook: A Practical Guide to the SEC's New Rules*, Thomson – West 2006.

Morris, Robert. *The Papers of Robert Morris*, 1781 – 1784, *Vol.* 8. Pittsburgh: University of Pittsburgh Press, 1995.

Munlc, Nina. *Fools Rush In: Steve Case, Jerry Levin and the Unmaking of AOL Time Warner.* New York: HarperCollins, 2004.

New England Healthcare Employees Pension Fund v. Woodruff, 2008 U. S. App. LEXIS 954 (10th Cir. 2008).

New York Mercantile Exchange, Inc., v. Intercontinental Exchange, Inc., Comm. Fut. L. Rep. (CCH) ¶30, 597 (2d. Cir. 2007).

Ng, Serena. "Tracking the Numbers—Street Sleuth — Filing Footnote: This Insider Sale Helps Hedge Bets." *Wall Street Journal*, May 15, 2006.

Nocera, Joe. "Serving Time But Lacking Remorse." *New York Times*, June 7, 2008.

——. "The Story That I Have to Tell." *New York Times Magazine*, January 4, 2009.

Office of New York State Attorney General Eliot Spitzer. "State Investigation Reveals Mutual Fund Fraud." Press Release. September 3, 2003.

Olson, James Stuart. *Herbert Hoover and the Reconstruction Finance Corporation*, 1931 – 1933. Ames: Iowa State University Press, 1977.

Osterle, Dale A. "Regulation NMS: Has the SEC Exceeded Its Congressional Mandate to Fa – cilitate a 'National Market System' in Securities?" *New York Journal of Law and Business* 1 (2005): 613.

Pandit, Vikram. "Toward a Transparent Financial System." *Wall Street Journal*, June 27, 2008.

Parmet, Herbert S. *George Bush, The Life of a Lone Star Yankee*. Piscataway, NJ: Transaction, 2000.

Payments Risk Committee. "Global Payment Liquidity: Private Sector Solutions." New York. October 2005.

Pennington, Anthony, and Anthony M. Yezer. "The Federal Housing Administration and the New Millennium." *Journal of Housing Research* 11 (2000): 357.

Phalippou, Ludovic, and Oliver Gottschalg. "The Performance of Private Equity Funds." University of Amsterdam and HEC Paris, 2007.

Pilzer, Paul Zane, with Robert Deitz. *Other People's Money: The Inside Story of the S&L Mess*. New York: Simon and Schuster, 1989.

Pizzo, Stephen, Mary Flicker, and Paul Muolo. *Inside Job: The Looting of America's Savings and Loans*. New York: McGraw – Hill, 1989.

Poteat, J. Douglas. "State Legislative Relief for the Mortgage Debtor During

the Depression." *Law and Contemporajy Problems* 5 (1938) 517.

Powell, Jim. *FDR's Folly*. New York: Three Rivers Press, 2003.

Reconstruction Finance Corporation. *Final Report of the Reconstruction Finance Corp*. Washington, DC: Government Printing Office, 1959.

Regents of the University of California v. Credit Suisse First Boston (USA) Inc., 482 F. 3d 372 (5th Cir. 2007).

Reid, Jeanne L. "Choosing Tactics in the War Against Risk." *Money* 17 (September 1988): 83.

Report of the Moreland Commissioner. Albany, New York. October 5, 1934.

Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms. January 12, 1988.

Roane, Kit. "The New Face of Capitalism." *U. S. News and World Report*, December 4, 2006.

Rogers v. Hill 289 U. S. 582 (1933).

Rogers, William P., and Jerry W. Markham. "The Application of West German Statutes to United States Commodity Futures Contracts: An Unnecessary Clash of Policies." *Georgetown Journal of Law and Policy In International Business* 19 (1987): 273 – 324.

Sampson, Anthony. *The Money Lenders*. London: Hodder and Soughton, 1981.

Schilit, Howard. *Financial Shenanigans*. New York: McGraw – Hill, 2002.

Scholz, Susan. *The Changing Nature and Consequences of Public Company Financial Restatements*, 1997 – 2006. Washington, DC: Department of the Treasury, 2008.

Schumer, Charles E., and Michael R. Bloomberg. "To Save New York, Learn from London." *Wall Street Journal*, November 1, 2006.

Seism, Leslie. "Life Insurers Enjoy Relaxed Disclosure Rules." *Wall Street Journal* February 17, 2008.

SEC v. Johnson, Civ. No. 05 – 36 (D. D. C. December 5, 2007).

SEC v. Pimco Advisors Fund Management, LLC, 341 F. Supp. 2d 454 (S. D. N. Y. 2004).

SEC v. Tambone, 417 F. Supp. 2d 127 (D. Mass. 2006).

SEC v. Yuen, 401 F. 3d 1031 (9th Cir. 2005).

Securities and Exchange Commission. "Report of the Special Study of the Securities Markets." H. R. Doc. No. 95, 88th Cong., 1st sess. (1963).

——. Securities Exchange Act Release No. 34 – 54255, July 31, 2006.

——. "Special Study of the Securities Markets." H. R. Doc. No. 95, pt. 1 (1963).

——. "Study of Unsafe and Unsound Practices of Brokers and Dealers." ri. R. Doc. No. 92 – 231, 92d Cong., 2d sess. 13 (1971).

Seidman, L. William. *Full Faith and Credit: The Great S&L Debacle and Other Washington Sagas.* New York: Times Books, 1993.

Shanker, Morris G. "Will Mortgage Law Survive?" *Case Western Law Review* 54 (2003): 69.

Skilton, Robert H. "Developments in Mortgage Law and Practice." *Temple University Law Quarterly* 17 (1942 – 1943): 315.

Smith, Randall. *The Prince of Silicon Valley.* New York: St. Martin's Press, 2009.

Smith, Rebecca, and John R. Emshwiller. 24 *Days: How Two Wall Street Journal Reporters Uncovered the Lies That Destroyed Faith in Corporate America.* New York: Harper Business, 2003.

Snowden, Kenneth H. "The Anatomy of a Residential Mortgage Crisis: A Look Back to the 1930s." Paper presented at the Panic of 2008 conference, George Washington University Law School, April 3 – 4, 2009.

——. "What Can History Tell Us About the Crisis in Mortgage Securitizations?" *Financial History Magazine* (Winter 2003).

Solomon, Deborah. "Treasury's Paulson Warns of the Costs of Rules

Overlap." *Wall Street Journal*, November 21, 2006.

"Sovereign Impunity." *Wall Street Journal*, December 1—2, 2007.

Spiegal, John, Alan Gart, and Steven Gart. *Banking Redefined.* Chicago: Irwin Professional, 1996.

Squires, Susan E., Cynthia J. Smith, Lorna McDougall, and William R. Yeack. *Inside Arthur Andersen: Shifting Values, Unexpected Consequences.* New York: Prentice Hall, . 2003.

Stanton, Thomas H. "Federal Supervision of Safety and Soundness of Government - Sponsored Enterprises." *Administrative Law Journal* 4 (1991): 395.

Stevens, Joseph L. *Impact of Federal Legislation and Programs on Private Land in Urban and Metropolitan Development.* New York: Praeger, 1973.

Stiles, T. J. *The First Tycoon.* New York: Vintage Books, 2009.

Stone, Thomas S. "Mortgage Moratoria." *Wisconsin Law Review* 11 (1935—1936): 203.

Stoneridge Investment Partners LLC v. Scientific - Atlanta, Inc., 2008 U. S. LEXIS 1091 (2008).

"The Story of Mortgage Law." *Harvard Law Review* 4 (1890 - 1891): 1.

Strickland, Jason T. "The Proposed Revelatory Changes to Fannie Mae and Freddie Mac: An Analysis." *North Carolina Banking Institute* 8 (2004): 267.

Strong Capital Management, In re, SEC Investment Advisers Act Release No. 40 - 26448 (May 20, 2004).

Stuart, Guy. *Discriminating Risk: The U. S. Mortgage Lending Industry in the Twentieth Century.* Ithaca: Cornell University Press, 2003.

Swan, Edward J., ed. *Derivative Instruments.* London: Graham and Trotman, 1994.

Swartz, Mimi, and Sherron Watkins. *Power Failure: The Inside Story of the Collapse at Enron.* New York: Doubleday, 2003.

Sweeny, James L. *The California Electricity Crisis.* Stanford, CA: Hoover

Institution Press, 2002.

Tabb Group. "US Equity Market Structure: Driving Change in Global Financial Markets," www. tabbgroup. com/Page. aspx? MenuID = 13&ParentMenuID = 2&PageID = 8/, March 2008.

Taleb, Nassim Nicholas. *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable.* New York: Random House, 2007.

Tarring, Trevor, and Peter Robbins, ed. *Trading in Metals.* New York: Metal Bulletin, 1983.

Taylor, Stuart, Jr., and K. C. Johnson. *Until Proven Innocent: Political Correctness and the Shameful Injustices of the Duke Lacrosse Rape Case.* New York: St. Martin's Press, 2007.

Toffler, Barbara Ley, and Jennifer Reingold. *Final Accounting.* New York: Broadway Books, 2003.

Truell, Peter, and Larry Gurwin. *False Profits.* Boston: Houghton Mifflin, 1992.

United States House of Representatives. Report of the Committee Appointed Pursuant to House Resolutions 429 and 504 to Investigate the Concentration of Control of Money and Credit, H. R. Rep. No. 1593, 62d Cong., 3d sess. 37 (1913).

United States League of Savings Associations. '74 *Savings & Loan Fact Book.* Chicago: United States League of Savings Associations, 1974.

United States Senate. *Congressional Record*, 74th Cong., 2d sess. 7858 (May 25, 1936).

U. S. Chamber of Commerce. Commission on the Regulation of U. S. Capital Markets in the 21st Century. "Report and Recommendations." March 2007.

U. S. Chamber of Commerce v. SEC, 412 F. 3d 133 (D. C. Cir. 2005).

U. S. Chamber of Commerce v. SEC, 443 F. 3d 890 (D. C. Cir. 2006).

U. S. Congress. Office of Technology Assessment. "Electronic Bulls and Bears" U. S. Securities Market and Information Technology. September 1990.

——. Senate Permanent Subcommittee on Investigations of the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs. "Excessive Speculation in the Natural Gas Market." 110th Cong., 1st sess., 2007.

——. Temporary National Economic Committee. "Investigation of Concentration of Economic Power." 76th Cong., 3d sess., Monograph no. 28. Washington, DC: GPO, 1940.

U. S. Department of the Treasury. *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*. March 2008.

United States v. American Stock Exchange, LLC, 2000 WL 33400154 (D. D. C. September 11, 2000).

United States v. Brown, 459 F. 3d 509 (5th Cir. 2006).

United States v. Brown, No. 08 – 20038 (5th Cir. 2009).

United States v. Ebbers, 458 F. 3d 110 (2d Cir. 2006).

United States v. Forbes, 249 Fed. Appx. 233 (2d cir. 2007).

United States v. Howard, 2008 U. S. App. LEXIS 3100 (5th Cir. February 12, 2008).

United States v. Lake, 472 F. 3d 1247, 1259 (10th Cir. 2007).

United States v. McElhaney, 469 F. 3d 382 (5th Cir. 2006).

United States v. National Association of Securities Dealers, 422 U. S. 694 (1975), p. 707.

United States v. Olis, 429 F. 3d 540 (5th Cir. 2005).

United States v. Quattrone, 441 F. 3d 153 (2d Cir. 2006).

United States v. Skilling, 2006 U. S. Dist. LEXIS 42664 (S. D. Tex. 2006).

United States v. Skilling, 06 – 20885, Opening Brief of Appellant (5th Cir. September 14, 2007).

United States v. South – Eastern Underwriters Ass'n, 322 U. S. 533 (1944).

United States v. Stein, 435 F. Supp. 2d 330 (S. D. N. Y. 2006).

United States v. Stein, 440 F. Supp. 2d 315 (S. D. N. Y. 2006).

United States v. Stringer, 408 F. Supp. 2d 1083 (D. Ore. 2006).

United States v. Stringer, F. 3d (9th Cir. 2008).

United States v. Valencia, 2006 WL 3716657 (S. D. Tex. 2006).

Van Antwerp, W. C. *The Stock Exchange from Within.* London: Effingham Wilson, 1913.

Vandell, Kerry D. "FHA Restructuring Proposals: Alternatives and Implications." *Housing Policy Debate* 6 (1995): 299.

Van Smith, M. "The Commodity Futures Commission and the Return of the Bucketeers: A Lesson in Regulatory Failure." *Notre Dame Law Review*57 (1981): 7.

Ver Steeg, Clarence L. *Robert Morris: Revolutionary Financier.* New York: Octagon Books, 1976.

Wallace, E. S. "Survey of Federal Legislation Affecting Private Home Financing Since 1932." *Law and Contemporary Problems* 5 (1938): 481.

Wallison, Peter J. "Capital Punishment." *Wall Street Journal*, November 4, 2006.

Wallison, Peter J., and Robert E. Litan. *Competitive Equity, A Better Way to Organize Mutual Funds.* Washington, DC: AEI Press, 2007.

Ward, David. "Protecting Mutual Funds from Market – Timing Profiteers: Forward Pricing International Fund Shares." *Hastings Law Journal* 56 (2005): 585.

Washington, George T. "The Corporation Executive's Living Wage." *Harvard Law Review* 54 (1941): 733.

Weisman, Steven R. "Oil Producers See the World and Buy It Up." *New York Timas*, November 28, 2007.

Western States Wholesale Natural Gas Litigation, *In re*, 408 F. Supp. 2d 1055, 1057 (D. Nev. 2005), *reversed and remanded on other grounds*, 2007 U. S. App. LEXIS 22760 (9th Cir. 2007).

White, Lawrence J. *The S&L Debacle: Public Policy Lessons for Bank and Thrift*

Regulation. New York: Oxford University Press, 1991.

"Who Makes What?" *TV Guide*, August 10 -23, 2009.

Wilentz, Sean. *The Age of Reagan: A History*, 1974 -2008. New York: HarperCoilins, 2009.

Woerheide, Walter J. *The Savings and Loan Industry, Current Problems and Possible Solutions*. Westport, CT: Quorum Books, 1984.

Wolf, Martin. "Judicial Torture and the NatWest 3." *Financial Times*, November 30, 2007.

Wright, Fred. "The Effect of New Deal Real Estate Residential Finance and Foreclosure Poli - cies Made in Response to the Real Estate Conditions of the Great Depression." *A/flftama Law Review* 57 (2005): 231.

Yeager v. United States, 129 S. Ct. 2360 (2009).

Zaloom, Caitiin. *Out of the Pits*. Chicago: University of Chicago Press, 2006.

Zweig, Phillip L. *Belly Up: The Collapse of Penn Square Bank*. New York: Crown, 1985.

关于作者

杰瑞·马克汉姆是位于迈阿密的佛罗里达国际大学的法学教授，负责讲授公司法和国际商业法。他曾是罗杰斯和威尔斯（Rogers & Wells）国际律师事务所（现为高伟绅律师事务所）的合伙人、美国商品期货交易委员会法律执行部的首席顾问、芝加哥期权交易所的秘书和顾问，以及美国证券交易委员会的法律顾问办公室律师。马克汉姆曾在华盛顿的乔治城大学法学院担任兼职法学教授。在移居到佛罗里达之前，曾任北卡罗来纳州教堂山分校的法学教授。马克汉姆拥有乔治城大学和肯塔基大学的法学学位。他撰写的三卷本《美国金融史》由夏普出版社出版，获得2002年美国杰出学术著作奖。之后他续写了包括安然事件在内的美国金融史。他曾单独出版或与他人共同出版多部金融领域著作。